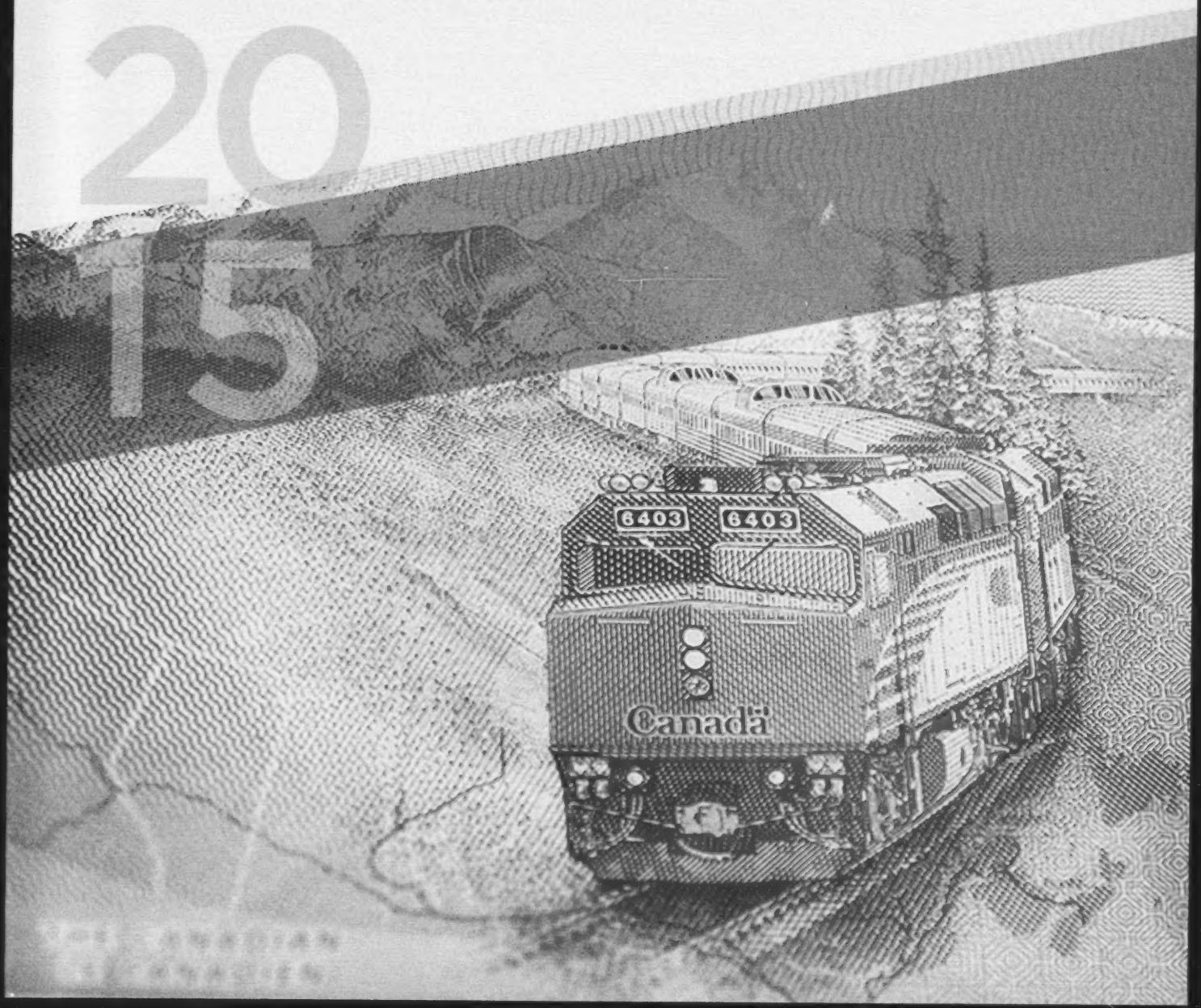
BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Avril 2015



La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada[1]

Le ciblage de l'inflation et l'économie

- La Banque du Canada a pour mandat de mener la politique monétaire de manière à favoriser la prospérité économique et financière des Canadiens.
- L'expérience du Canada en matière de ciblage de l'inflation depuis 1991 a démontré que c'est en gardant l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible qu'on peut le mieux préserver la confiance dans la valeur de la monnaie et contribuer à la croissance soutenue de l'économie, à la progression de l'emploi et à l'amélioration du niveau de vie.
- En 2011, le gouvernement canadien et la Banque du Canada ont reconduit la cible de maîtrise de l'inflation pour une nouvelle période de cinq ans qui se terminera le 31 décembre 2016. Établie pour l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) global, cette cible est de 2 %, soit le point médian d'une fourchette dont les limites sont fixées à 1 et à 3 %.

L'instrument de politique monétaire

- La Banque mène la politique monétaire en modifiant le taux cible du financement à un jour[2]. Ces modifications se transmettent à l'économie par l'influence qu'elles exercent sur les taux d'intérêt du marché, sur les prix des actifs nationaux et sur le taux de change, dont l'évolution se répercute à son tour sur la demande globale de biens et de services canadiens. L'équilibre entre cette demande et la capacité de production de l'économie constitue, à terme, le principal déterminant des pressions inflationnistes au sein de l'économie.
- Il faut un certain temps — entre six et huit trimestres, habituellement — pour que les effets des interventions en matière de politique monétaire se propagent dans l'économie et se fassent sentir pleinement sur l'inflation. C'est pourquoi la politique monétaire doit avoir une orientation prospective.
- Conformément à son engagement d'assurer des communications claires et transparentes, la Banque présente régulièrement son point de vue sur les forces à l'œuvre au sein de l'économie et sur leurs implications pour l'inflation. La rédaction du *Rapport sur la politique monétaire* constitue un élément important de cette démarche. Les décisions de la Banque en matière de politique monétaire sont normalement annoncées à huit dates préétablies au cours de l'année et les résultats de l'actualisation de sa projection, y compris les risques qui l'entourent, font l'objet d'une analyse complète publiée quatre fois par an dans le *Rapport*.

Le régime de ciblage de l'inflation est *symétrique* et *flexible*

- Le régime canadien de ciblage de l'inflation se distingue par son caractère *symétrique* : la Banque se préoccupe en effet autant d'un taux d'inflation qui dépasse la cible de 2 % que d'un taux qui lui est inférieur.
- Ce régime est également *flexible*. En temps normal, la Banque cherche à ramener l'inflation au taux visé dans un délai de six à huit trimestres. L'horizon pour l'atteinte de la cible d'inflation pourra cependant varier, selon la nature et la persistance des chocs économiques.

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pour cette raison que la Banque suit de près, outre l'IPC global, un ensemble de mesures de l'inflation « fondamentale », et en particulier un indice appelé IPCX qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC global ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Ces mesures lui permettent de faire abstraction des variations temporaires des prix et de se concentrer sur la tendance sous-jacente de l'inflation. L'inflation fondamentale sert de *guide* à la conduite de la politique monétaire pour faciliter l'atteinte de la cible fixée pour l'inflation mesurée par l'IPC global; elle ne se substitue pas à celle-ci.

---

1 Voir la *Déclaration commune du gouvernement canadien et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation* (8 novembre 2011) ainsi que le document d'information publié à ce sujet. On peut consulter ces deux documents dans le site Web de l'institution.

2 Lorsque les taux d'intérêt se situent à zéro, leur niveau plancher, l'assouplissement monétaire additionnel nécessaire à l'atteinte de la cible d'inflation peut être fourni au moyen de trois instruments de politique monétaire non traditionnels : 1) une déclaration *conditionnelle* au sujet de la trajectoire future du taux directeur; 2) l'assouplissement quantitatif; 3) l'assouplissement direct du crédit. Ces mécanismes et les principes qui en régissent l'utilisation sont décrits dans l'Annexe de la livraison d'avril 2009 du *Rapport sur la politique monétaire*.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada peut être consulté dans le site Web de la Banque, à l'adresse banqueducanada.ca.

Pour de plus amples renseignements, veuillez communiquer avec le :

Service d'information publique
Département des Communications
Banque du Canada
234, avenue Laurier Ouest
Ottawa (Ontario) K1A 0G9

Téléphone : 613 782-8111;
1 800 303-1282 (sans frais en Amérique du Nord)
Courriel : info@banqueducanada.ca
Site Web : banqueducanada.ca

ISSN 1201-8783 (version papier)
ISSN 1490-1242 (Internet)
© Banque du Canada 2015

BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Avril 2015

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé de Stephen S. Poloz, Carolyn Wilkins, Timothy Lane, Agathe Côté, Lawrence Schembri et Lynn Patterson.

« Si les retombées négatives du repli des prix du pétrole se sont immédiatement répercutées sur l'économie, les diverses conséquences positives — hausse des exportations liée à une économie américaine plus vigoureuse et à un taux de change plus bas, augmentation des dépenses de consommation des ménages à qui l'essence coûte moins cher — ne se feront sentir que progressivement, et on ne sait pas quelle en sera l'ampleur. »

— Stephen S. Poloz

Gouverneur, Banque du Canada
London (Ontario)
24 février 2015

Table des matières

L'économie mondiale 1

- Les pressions désinflationnistes 2
- Les conditions financières mondiales 3
- Les cours pétroliers 6
  - Encadré 1 : Quels cours du pétrole importent pour l'économie canadienne? 7
- Les prix des autres produits de base 9
- La croissance économique mondiale 11
- Les mouvements des taux de change 13

L'économie canadienne 15

- L'inflation 16
- Les effets négatifs de la chute des prix du pétrole 18
  - Encadré 2 : Les incidences du recul des prix du pétrole à l'échelle régionale 19
- Les pressions sur les capacités de production 21
- Les conditions financières au Canada 23
- Les perspectives de croissance 24
- Les exportations hors énergie 25
- Les investissements des entreprises 27
- Les dépenses des ménages 27
- Les perspectives d'inflation 28

Les risques entourant les perspectives d'inflation 31

Annexe : Estimations à jour de la croissance de la production potentielle 33

L'économie mondiale

Les conditions financières mondiales se sont assouplies davantage ces derniers mois, alors que de nombreuses banques centrales ont accentué la détente monétaire en réaction à la persistance des capacités excédentaires au sein de l'économie ainsi qu'au niveau d'inflation inférieur à la cible. Le recul des prix du pétrole et des autres matières premières fait sentir ses effets dans l'ensemble de l'économie mondiale, stimulant la croissance en général, mais assombrissant les perspectives d'expansion dans certains pays. Tout bien considéré, la Banque s'attend à ce que la croissance économique mondiale se raffermisse pour s'établir en moyenne à quelque 3 1/2 % au cours de la période 2015-2017, ce qui est conforme à la projection présentée dans le *Rapport sur la politique monétaire* de janvier (**Tableau 1**).

Dans cette conjoncture mondiale, les perspectives de croissance des grandes économies restent divergentes. Comme l'économie américaine se redresse, on s'attend généralement à ce que la Réserve fédérale commence à normaliser la politique monétaire plus tard cette année, ce qui contraste avec l'assouplissement en cours dans les autres économies avancées. La vive appréciation du dollar américain par rapport à la plupart des autres monnaies, dont l'euro, le yen et le dollar canadien, reflète en grande partie ces différences et, à la longue, contribuera à les amoindrir en stimulant les exportations nettes dans les économies moins fortes.

Tableau 1 : **Projection relative à la croissance de l'économie mondiale**

	Part du PIB mondial réel[a] (en pourcentage)	Croissance projetée[b] (en pourcentage)			
		2014	2015	2016	2017
États-Unis	16	2,4 (2,4)	2,7 (3,2)	3,0 (2,8)	2,6
Zone euro	12	0,9 (0,8)	1,2 (0,9)	1,3 (1,2)	1,3
Japon	5	-0,1 (0,1)	0,4 (0,6)	1,5 (1,6)	1,3
Chine	16	7,4 (7,4)	6,9 (7,2)	6,8 (7,0)	6,5
Autres pays	51	3,3 (2,9)	3,1 (3,1)	3,5 (3,4)	3,7
Ensemble du monde	100	3,3 (3,1)	3,3 (3,4)	3,6 (3,5)	3,6

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du Fonds monétaire international (FMI) des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2013 publiées en octobre 2014 dans les *Perspectives de l'économie mondiale*.

b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison de janvier 2015 du *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada.

Source : Banque du Canada

Les pressions désinflationnistes ont mené à l'adoption d'autres mesures de politique monétaire

La chute marquée des prix du pétrole ainsi que le niveau plus bas des prix des produits de base alimentaires ont été des facteurs communs importants à l'origine de la faiblesse de l'inflation globale dans le monde. Bien que l'on s'attende en général à ce que les effets désinflationnistes des prix plus bas du pétrole et des aliments soient temporaires, l'inflation fondamentale dans de nombreux pays s'est située bien en deçà des cibles d'inflation durant une longue période (**Graphique 1**). L'offre excédentaire persistante à l'échelle mondiale a constamment exercé des pressions à la baisse sur l'inflation sous-jacente dans les économies avancées. Les écarts du facteur travail restent également appréciables. Même si le taux de chômage officiel a sensiblement diminué dans certains pays, dans beaucoup d'économies avancées, le taux élevé de chômage de longue durée et la croissance modeste des salaires donnent à penser qu'une marge considérable de ressources inutilisées subsiste sur le marché du travail.

En réaction à la persistance de ces capacités excédentaires au sein de l'économie et à la faiblesse de l'inflation ainsi qu'à l'assombrissement des perspectives de croissance de certains producteurs de matières premières, plus de 25 banques centrales d'économies avancées et émergentes, représentant plus de la moitié du PIB mondial, ont abaissé de nouveau leur taux directeur ou adopté d'autres mesures non traditionnelles d'assouplissement depuis le début de 2015. Notamment, la Banque centrale européenne (BCE) a annoncé un programme d'assouplissement quantitatif en janvier et a commencé à procéder à des achats d'actifs au début de mars. De plus, les taux officiels de rémunération des dépôts sont négatifs dans la zone euro ainsi que dans plusieurs autres pays européens.

Graphique 1 : **L'inflation s'est maintenue au-dessous des cibles dans de nombreuses économies avancées**

Écart par rapport à la cible d'inflation

Nota : L'écart global par rapport aux cibles d'inflation pour les économies avancées est fondé sur la part de chaque pays dans le PIB mondial. Celle-ci est calculée d'après les estimations du Fonds monétaire international (FMI) des PIB d'un nombre sélectif de pays mesurés en parité des pouvoirs d'achat et représentant 40 % du PIB mondial. Les cibles d'inflation sont établies en fonction des cibles de 2014.

Sources : sources nationales par l'intermédiaire de Haver Analytics, FMI et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : février 2015

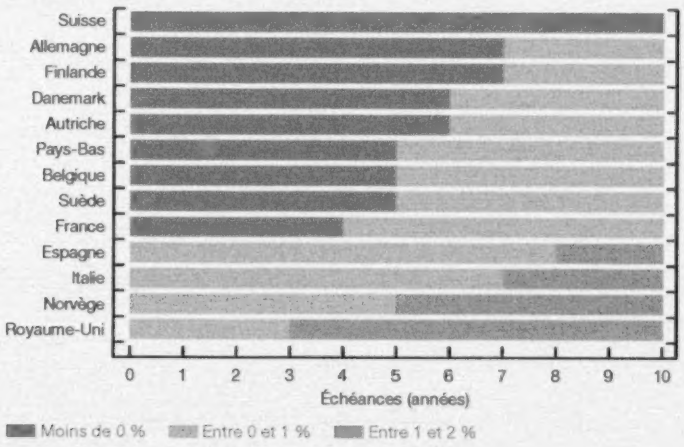
Les conditions financières mondiales se sont assouplies davantage

Les rendements des obligations à long terme ont touché des creux historiques dans la plupart des économies avancées, car les marchés s'attendent à ce que les taux d'intérêt à court terme restent bas et les primes de terme se sont contractées. En particulier, les programmes d'achats d'actifs mis en place par la BCE et la Banque du Japon ont fait baisser les primes de terme, ce qui a eu des répercussions sur les rendements dans d'autres pays. Dans bon nombre d'économies de la zone euro, les rendements des obligations à long terme ont vivement reculé, certaines obligations à plus de cinq ans affichant même des taux négatifs (**Graphique 2**). Parallèlement, l'écart entre les taux débiteurs dans les grandes économies et ceux dans les économies périphériques, à l'exception de la Grèce, s'est amenuisé.

Les nouvelles mesures d'assouplissement prises dans de nombreux pays ces derniers mois ont fait grimper les indices boursiers à l'échelle mondiale, notamment en Europe (**Graphique 3**), et beaucoup d'indices se maintiennent à leurs sommets historiques ou près de ceux-ci. Les écarts de crédit relatifs aux obligations de bonne qualité ou à rendement élevé se sont rétrécis davantage.

Les perspectives de croissance inégales d'une région à l'autre et les divergences attendues dans l'orientation des politiques monétaires se sont traduites par des niveaux plus élevés de volatilité sur les marchés financiers, en particulier ceux des titres à revenu fixe et des changes. Un accroissement de la volatilité vers des niveaux plus normaux est à prévoir compte tenu de la résurgence de risques à la hausse et à la baisse entourant les taux directeurs. Certaines banques centrales ont fait passer leurs taux en territoire négatif — en deçà de ce qui était considéré auparavant comme la limite inférieure. Dans d'autres pays, tels que les États-Unis et le Royaume-Uni,

Graphique 2 : **Les rendements sont négatifs sur bon nombre de marchés d'obligations souveraines en Europe**

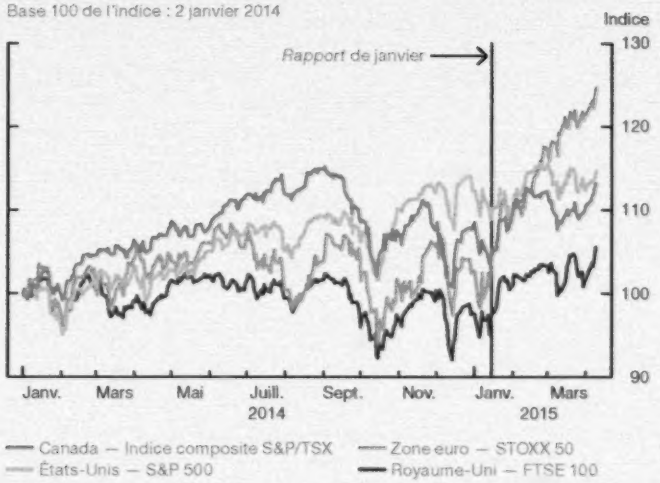


Source : Bloomberg

Dernière observation : 10 avril 2015

Graphique 3 : La situation s'est améliorée sur les marchés boursiers des économies avancées

Base 100 de l'indice : 2 janvier 2014

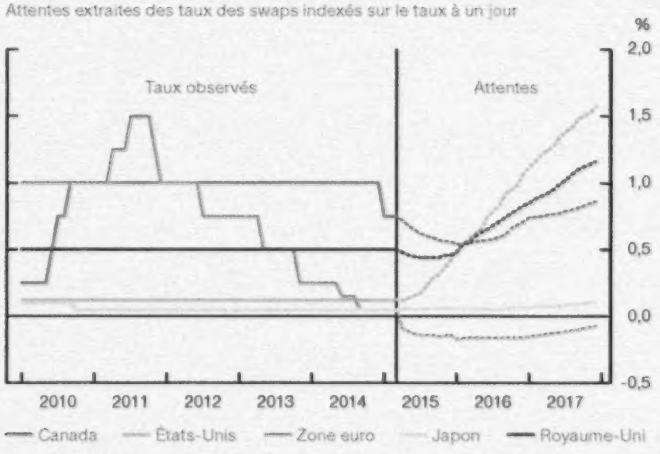


Source : Reuters

Dernière observation : 10 avril 2015

Graphique 4 : Les trajectoires des taux directeurs que permettent de prévoir les attentes des marchés divergent entre les économies avancées

Attentes extraites des taux des swaps indexés sur le taux à un jour



Sources : Reuters et calculs de la Banque du Canada

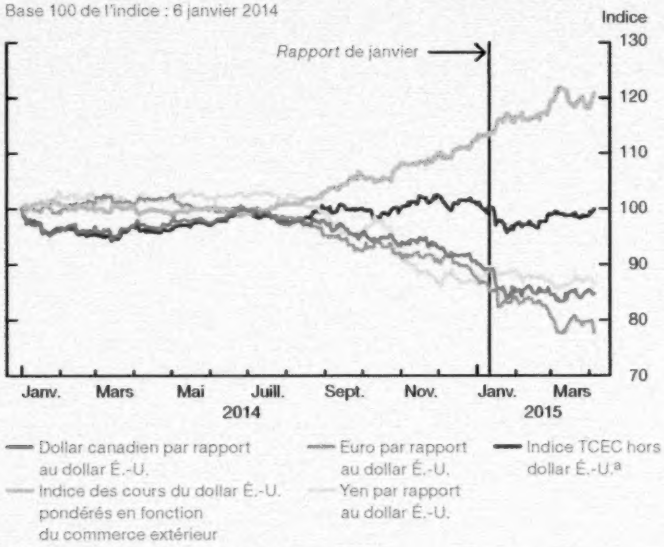
Dernière observation : 10 avril 2015

les prix du marché reflètent les attentes d'un relèvement des taux directeurs (**Graphique 4**). Ces mêmes forces ont aussi contribué à la poursuite de l'appréciation du dollar américain par rapport à d'autres monnaies (**Graphique 5**), y compris le dollar canadien.

Depuis janvier, le dollar canadien s'est déprécié vis-à-vis du dollar américain, ce qui tient en grande partie à la vigueur généralisée de la monnaie américaine et à la divergence attendue dans l'orientation des politiques monétaires du Canada et des États-Unis. Le niveau actuel du dollar canadien s'inscrit aussi dans la relation historique de celui-ci avec les prix du pétrole (**Graphique 6**). Par convention, aux fins de l'établissement de la projection économique, la Banque postule que le dollar canadien se situera près du niveau moyen observé récemment, soit 79 cents, durant la période de projection, comparativement au niveau de 86 cents anticipé en janvier.

Graphique 5 : Le dollar américain a continué de s'apprécier, soutenu par des conjonctures contrastées dans les grandes économies

Base 100 de l'indice : 6 janvier 2014



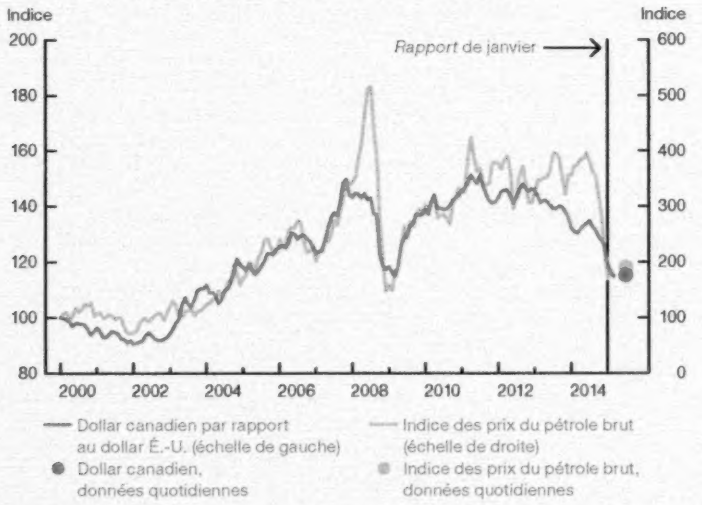
a. L'indice de taux de change effectif du dollar canadien (indice TCEC) est une moyenne pondérée des taux de change bilatéraux du dollar canadien par rapport aux monnaies des principaux partenaires commerciaux du Canada. Une hausse indique une appréciation du dollar canadien.

Sources : Banque du Canada, Réserve fédérale des États-Unis, Banque centrale européenne et Banque du Japon

Dernière observation : 10 avril 2015

Graphique 6 : Le niveau actuel du dollar canadien s'inscrit dans la relation historique de celui-ci avec les prix du pétrole

Base 100 de l'indice : janvier 2000



Nota : L'indice des prix du pétrole brut fait partie de l'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada et comprend les cours du West Texas Intermediate, du Western Canada Select et du Brent.

Source : Banque du Canada

Dernières observations : mars 2015 (données mensuelles) et 10 avril 2015 (données quotidiennes)

Les cours pétroliers demeurent faibles et volatils

Après avoir enregistré une chute brutale au deuxième semestre de 2014, les cours pétroliers de référence qui sont importants pour l'économie canadienne ont été très volatils, fluctuant autour ou en deçà des niveaux anticipés dans le *Rapport* de janvier (**Graphique 7** et **Encadré 1**). Les cours du West Texas Intermediate (WTI) et du Western Canada Select (WCS) — les principaux pétroles de référence dont se servent les producteurs de l'Ouest du Canada pour établir les prix — subissent encore l'influence de l'augmentation de la production de pétrole aux États-Unis, même si l'entretien des raffineries et les grèves ont freiné la demande.

Face à la faiblesse des prix, de nombreux producteurs de pétrole, en particulier ceux qui sont engagés dans des projets coûteux liés à la production de pétrole de schiste aux États-Unis et à l'exploitation des sables bitumineux au Canada, ont annoncé d'importantes réductions de leurs dépenses d'investissement, et leurs activités de forage ont nettement diminué (**Graphique 8**). Par conséquent, les estimations relatives à la croissance de l'offre de pétrole au cours des trois prochaines années chez les producteurs non membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) ont été révisées à la baisse (**Graphique 9**).

Par convention, la Banque postule que les prix de l'énergie demeureront près de leurs niveaux récents durant la période de projection. Les cours du Brent, du WTI et du WCS se sont établis en moyenne à quelque 55, 50 et 35 dollars américains le baril, respectivement, depuis le début de mars. Par rapport aux chiffres dont faisait état le *Rapport* de janvier, ces cours sont inférieurs de 5 dollars pour les trois pétroles de référence.

D'ici la fin de 2015, d'importants risques à la baisse continueront de peser sur les prix du pétrole, étant donné le temps qu'il faudra pour que la baisse des investissements se traduise par une réduction de la production. Comme la surproduction se poursuit, les stocks de pétrole s'accumulent rapidement, surtout aux États-Unis. La situation de report sur les marchés à terme du pétrole (qui se produit lorsque les cours à terme sont supérieurs aux cours

Graphique 7 : **Les cours de référence du pétrole brut sont demeurés faibles et volatils**

a. Le sigle WCS signifie Western Canada Select.
b. Le sigle WTI signifie West Texas Intermediate.
Source : Banque du Canada
Dernière observation : 10 avril 2015

Encadré 1

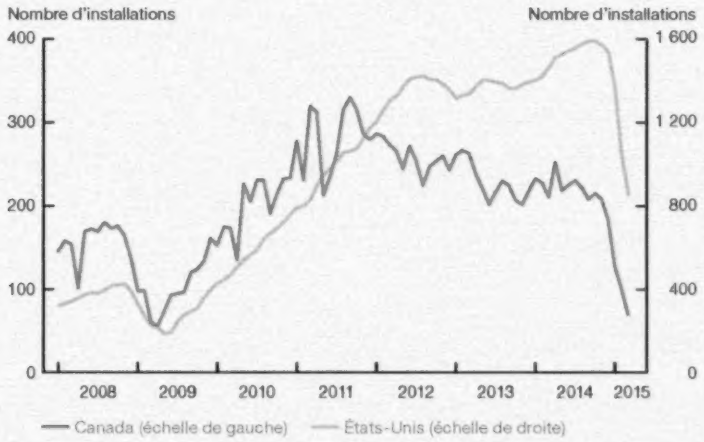
Quels cours du pétrole importent pour l'économie canadienne?

Les cours du pétrole qui ont de l'importance pour l'économie canadienne sont fondés sur les trois principaux pétroles de référence suivants : le Brent, pétrole de référence à l'échelle mondiale; le West Texas Intermediate (WTI), pétrole léger de référence en Amérique du Nord; et le Western Canada Select (WCS), pétrole lourd de référence dans l'Ouest du Canada.

L'importance de chacun de ces cours de référence diffère selon que l'on se place du point de vue des producteurs ou des consommateurs. Les cours du WTI et du WCS sont les plus à propos pour les producteurs canadiens de pétrole, puisqu'ils représentent environ 55 et 35 % de la valeur de la production, respectivement, contre 10 % pour le Brent. Le cours du Brent est plus important pour les consommateurs canadiens, étant donné que les prix de gros et de détail de l'essence ont tendance à suivre de plus près celui du Brent, même dans les régions où l'on raffine principalement le WTI. L'effet direct des cours du pétrole sur les prix à la consommation résulte surtout de la variation du prix de l'essence, qui compte actuellement pour 3,8 % du panier servant à établir l'indice des prix à la consommation. Comme le Canada est un exportateur net de pétrole, la valeur de sa monnaie a tendance à être intimement liée à l'évolution des prix de l'or noir. Cette corrélation a pour effet d'atténuer les répercussions, sur les prix à la consommation au pays, des mouvements des prix du pétrole exprimés en dollars américains. Par exemple, lorsque les prix du pétrole en dollars américains chutent, le huard tend à se déprécier, ce qui limite le recul des prix du brut et de l'essence en dollars canadiens.

Bien que l'on considère généralement le marché du pétrole comme « mondial » (les prix dans les différentes régions évoluant, pour l'essentiel, de manière synchronisée), des facteurs idiosyncrasiques ont encore une incidence sur chacun des cours de référence. Si les cours du WTI ou du WCS baissent davantage que celui du Brent, les revenus des producteurs canadiens de pétrole diminueront, mais les consommateurs du pays ne profiteront pas d'une réduction équivalente des prix de l'essence.

Graphique 8 : **Le nombre d'installations de forage exploitées a fortement baissé**



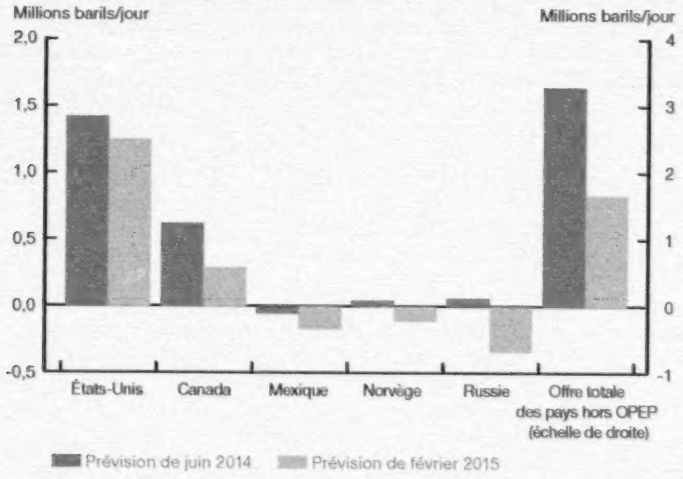
Nota : Les données sur les installations de forage canadiennes ont été désaisonnalisées au moyen du modèle X-12-ARIMA.

Sources : Baker Hughes Inc. et calculs de la Banque du Canada Dernière observation : mars 2015

au comptant) encourage l'accumulation de stocks (**Graphique 10**). Tant que cet écart de prix dépasse les coûts du stockage, les participants au marché pétrolier peuvent acheter du pétrole à un prix relativement bas aujourd'hui et le vendre, selon un contrat à terme, à une date de livraison future de façon à s'assurer des profits sans risque. Dans la conjoncture actuelle, où l'offre continue à s'ajuster à la faiblesse des prix, un tel comportement de stockage a tendance à stabiliser les prix du marché, le pétrole étant retiré de celui-ci lorsqu'il est relativement abondant et offert de nouveau à une date ultérieure lorsqu'il pourrait être plus rare. Il existe toutefois un risque que la

Graphique 9 : La réduction des dépenses d'investissement à l'échelle mondiale a amené à revoir à la baisse la croissance escomptée de l'offre de pétrole des pays non membres de l'OPEP

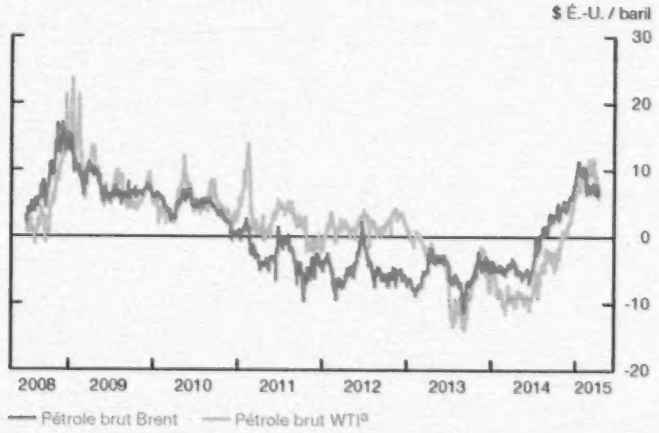
Croissance de la production par région (2015-2017)



Nota : L'OPEP est l'acronyme de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole.
Source : Agence internationale de l'énergie

Graphique 10 : La courbe des cours à terme du pétrole indique une situation de report

Différence entre les cours à terme à 12 mois et les cours au comptant



a. Le sigle WTI signifie West Texas Intermediate.
Nota : Une situation de report est observée lorsque les cours à terme sont supérieurs aux cours au comptant.
Sources : Intercontinental Exchange (ICE)
et New York Mercantile Exchange (NYMEX)
Dernière observation : 10 avril 2015

capacité de stockage disponible soit épuisée avant que la production ne soit ramenée à un niveau cadrant avec la croissance de la demande, ce qui provoquerait une nouvelle chute des prix.

À moyen terme, des risques tant à la hausse qu'à la baisse entourent les prix du pétrole. Dans l'ensemble, la Banque estime que ces risques sont orientés à la hausse. Les risques à la hausse continuent d'être attribuables à des facteurs d'offre. Sans une augmentation suffisante des capacités

de production de l'OPEP, un approvisionnement en pétrole non classique plus coûteux auprès de pays hors OPEP sera nécessaire pour satisfaire la demande grandissante à l'échelle du globe. La faiblesse persistante des investissements dans de nouveaux projets pétroliers pourrait réduire sensiblement la croissance future de l'offre de pétrole, ce qui ferait grimper les prix. Cette pression à la hausse sera en partie atténuée par les mesures de réduction des coûts, lesquelles, conjuguées aux avancées technologiques en cours, contribuent à la diminution des coûts de production du pétrole. Les tensions géopolitiques et les perturbations de l'offre peuvent aussi entraîner une croissance de l'offre plus faible que prévu.

Du côté des risques à la baisse, la concurrence que se livrent les grands producteurs et le repli de la demande attribuable à l'efficience énergétique et à la réglementation pourraient exercer des pressions à la baisse sur les prix du pétrole. Par ailleurs, selon l'issue des négociations avec l'Iran dont la conclusion est actuellement prévue en juin, les réserves de pétrole iranien pourraient revenir sur le marché.

Les prix devraient rester volatils au fil de l'évolution de la structure du marché pétrolier, surtout parce que les pays membres de l'OPEP sont moins en mesure de jouer leur rôle habituel de « producteurs d'appoint » en stabilisant les prix. Dans ce contexte, l'offre sur le marché s'ajustera principalement en fonction des décisions de production non coordonnées d'entreprises dont les coûts de production sont plus élevés, comme celles qui exploitent le pétrole de schiste. De telles actions ne sont pas propices à un rééquilibrage du marché aussi rapide que lors des périodes où les pays de l'OPEP ont pris des mesures concertées afin de stabiliser les prix.

Les prix des autres produits de base ont continué à reculer

Les prix des matières premières sont contenus par des facteurs d'offre propres aux produits de base dans le contexte de la croissance atone de la demande mondiale observée ces dernières années. Les indices des prix des produits énergétiques et non énergétiques établis par la Banque se situent tous deux en deçà de leurs moyennes historiques en termes réels (**Graphique 11**).

En dépit de la demande vigoureuse attribuable aux températures froides enregistrées cet hiver, les prix du gaz naturel ont fortement chuté depuis novembre, en raison d'une très grande production aux États-Unis. Parallèlement, les cours des produits de base non énergétiques ont aussi continué à reculer (**Graphique 12**). Les prix des produits de base agricoles avoisinent leurs niveaux les plus bas en cinq ans, du fait des bonnes récoltes de céréales des dernières années et de l'amélioration des perspectives concernant l'offre de bétail. Les prix du porc baissent à mesure que les producteurs accroissent leur cheptel en réaction aux prix records enregistrés l'été dernier. Les prix du bois d'œuvre ont aussi fléchi, l'activité dans le secteur de la construction en Amérique du Nord s'étant ressentie des températures glaciales du début de 2015. Dans l'intervalle, la présente correction du marché chinois du logement exerce des pressions constantes à la baisse sur les prix des métaux communs. Les cours mondiaux au comptant du minerai de fer ont perdu 50 % pendant la dernière année, des installations de production à faible coût ayant été mises en fonction en Australie et au Brésil malgré le ralentissement de la croissance de la demande.

Graphique 11 : Les indices des prix des produits de base établis par la Banque ont reculé davantage en deçà de leurs moyennes historiques

Base 100 de l'indice : janvier 2000

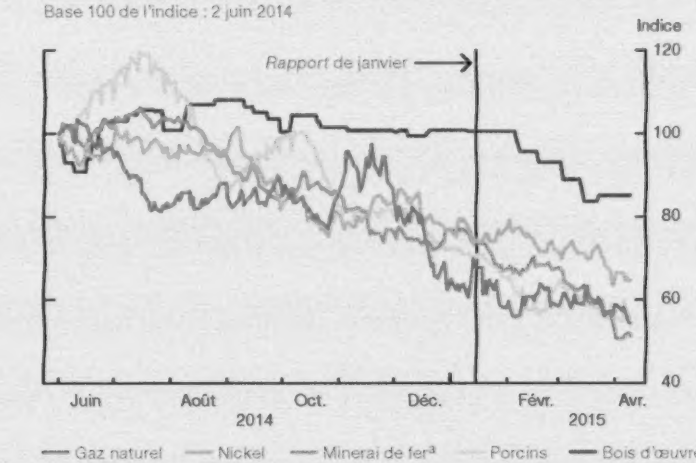
Nota : Les sous-indices des prix nominaux des produits de base établis par la Banque du Canada ont été corrigés à l'aide de l'indice implicite des prix du PIB américain. Les moyennes historiques sont déterminées d'après les valeurs mensuelles moyennes de chaque indice pour la période 1972-2014.

Sources : Banque du Canada et Bureau d'analyse économique des États-Unis

Dernière observation : mars 2015

Graphique 12 : Les prix des autres produits de base énergétiques et non énergétiques ont encore diminué depuis la parution du *Rapport* de janvier

Base 100 de l'indice : 2 juin 2014



a. La série de données sur le minerai de fer sert à former un indice des prix au comptant en Chine normalisés en fonction des cours du minerai avec teneur en fer de 62 % livré au port de Qingdao.

Sources : Bloomberg et Banque du Canada

Dernière observation : 10 avril 2015

L'indice des prix des produits non énergétiques établi par la Banque a diminué de 5 % depuis janvier et devrait continuer de baisser au premier semestre de 2015 avant de remonter légèrement pendant le reste de la période de projection, à mesure que l'économie mondiale se raffermira.

La croissance économique mondiale se redresse graduellement

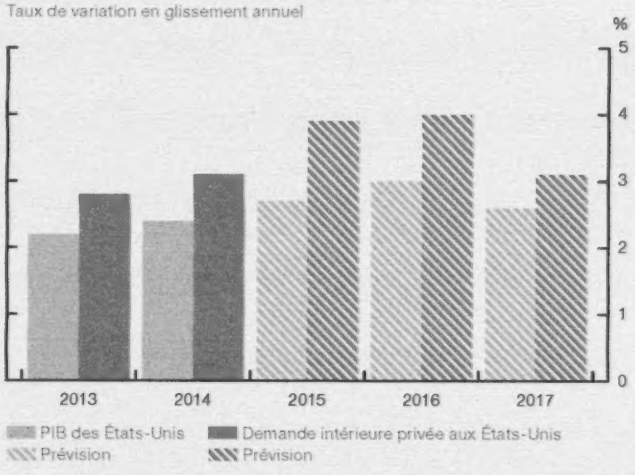
La faiblesse des cours pétroliers ainsi que les politiques monétaires expansionnistes fournissent un soutien à l'économie mondiale. Les perspectives de croissance des grandes économies demeurent contrastées, toutefois, car les avantages du bas niveau des prix du pétrole varient selon les régions et les vents contraires persistent dans bon nombre de pays.

Aux États-Unis, après avoir été faible au début de 2015, la croissance du PIB réel devrait se raffermir et devenir de plus en plus autosuffisante, alimentée par une demande intérieure privée vigoureuse (**Graphique 13**). L'activité au premier trimestre de 2015 a subi les contrecoups de plusieurs facteurs transitoires, y compris l'hiver rigoureux et les perturbations causées par la grève dans les ports de la côte Ouest. On s'attend toutefois à ce que l'activité se soit en grande partie rétablie dans les prochains mois, comme le donnent à penser d'autres indicateurs, par exemple la croissance de l'emploi et la confiance (**Graphique 14**). Conjuguée aux faibles prix du pétrole, une amélioration du marché du travail devrait contribuer à une progression solide du revenu disponible réel et des dépenses des ménages.

Une expansion soutenue de l'investissement dans le marché résidentiel aux États-Unis — marché clé pour les exportations canadiennes — met du temps à se matérialiser. Cependant, à la faveur de la croissance robuste du revenu du travail, des bas taux hypothécaires et des signes

Graphique 13 : **La croissance du PIB réel des États-Unis devrait s'accentuer, portée par la demande intérieure privée**

Taux de variation en glissement annuel

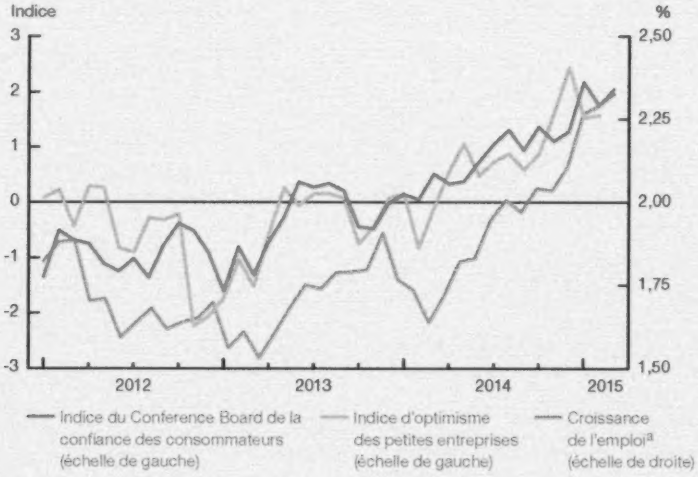


Sources : Bureau d'analyse économique des États-Unis et Banque du Canada

Dernière valeur du graphique : 2017

Graphique 14 : Aux États-Unis, le marché du travail et la confiance se sont raffermis

Indice : écarts normalisés par rapport à la moyenne



a. Taux de variation en glissement annuel

Sources : Conference Board, Fédération nationale de l'entreprise indépendante et Bureau des statistiques du travail des États-Unis

Dernières observations : février 2015 (indice d'optimisme des petites entreprises) et mars 2015 (autres)

d'amélioration au chapitre de la formation des ménages, on prévoit encore que la construction de logements affichera une croissance vigoureuse plus tard cette année. Une hausse de la demande des ménages et le regain de confiance observé actuellement, ainsi que la bonne santé financière des sociétés, devraient stimuler encore davantage les investissements des entreprises.

Cependant, on s'attend à ce que l'appréciation du dollar américain, qui reflète ces perspectives économiques relativement favorables, bride la croissance aux États-Unis.

Les vents contraires qui soufflent sur la croissance ont mis plus de temps à se dissiper dans d'autres économies avancées importatrices de pétrole. Dans la zone euro, l'activité devrait être plus vigoureuse qu'au cours des dernières années, en raison des bas prix du pétrole ainsi que de l'annonce et de la mise en œuvre de l'assouplissement quantitatif. On s'attend toutefois à ce que la reprise demeure modeste et inégale dans la région, puisque la nécessité de réduire le levier d'endettement dans le secteur privé est toujours grande et que les conditions du marché du travail sont encore difficiles dans certaines économies. Au Japon, la croissance devrait augmenter durant la période de projection, mais la faible expansion des salaires réels et le bas niveau de la confiance freinent la progression vers l'atteinte des objectifs en matière de politiques publiques. Au Royaume-Uni, par contre, la croissance s'est redressée plus fortement, en partie sous l'effet des avancées plus appréciables réalisées au chapitre de la réduction du levier d'endettement et de l'assainissement des bilans à la suite de la crise financière mondiale.

En Chine, une correction dans le marché de l'immobilier et une baisse des investissements, découlant partiellement des interventions des autorités pour rééquilibrer l'économie, ont engendré un ralentissement de l'activité. Celles-ci ont réagi en introduisant des mesures de soutien. On prévoit maintenant que la croissance économique en 2015 avoisinera l'objectif fixé par les pouvoirs publics, soit environ 7 %. Une expansion solide est anticipée dans d'autres pays émergents d'Asie, notamment en Inde, ce qui contribuera à un raffermissement de la croissance de l'économie mondiale en 2016.

Le bas niveau des prix des produits de base a assombri les perspectives d'expansion de nombreux pays émergents exportateurs de matières premières, qui sont aux prises avec une détérioration de leurs termes de l'échange et une diminution des recettes de l'État, des investissements et de la confiance. Dans certains cas, ces effets négatifs sont exacerbés par l'incertitude géopolitique.

Les mouvements des taux de change contribuent à atténuer les divergences

L'appréciation du dollar américain par rapport à la plupart des autres grandes monnaies aide à atténuer les différences dans les perspectives de croissance en renforçant la compétitivité des exportations des régions affichant une expansion plus lente. Notamment, l'euro, le yen et les monnaies de nombreux pays exportateurs de produits de base se sont dépréciés par rapport au dollar américain. Ces ajustements de taux de change ont donné lieu à des perspectives de croissance de l'économie américaine en 2015 plus faibles qu'escompté dans le *Rapport* de janvier, compte tenu de l'effet modérateur exercé par le solde des échanges extérieurs. Les gains à ce chapitre qui résultent de la dépréciation de l'euro et du yen devraient neutraliser quelque peu les vents contraires encore présents dans ces régions.

Dans l'ensemble, même si la composition régionale de l'expansion s'est modifiée légèrement, la Banque prévoit encore que la croissance économique mondiale avoisinera 3 1/2 % en moyenne durant la période de projection, ce qui est conforme à la projection présentée dans le *Rapport* de janvier (**Tableau 1**).

L'économie canadienne

L'inflation mesurée par l'indice de référence s'est maintenue près de 2 % au cours des derniers mois, tandis que l'inflation mesurée par l'IPC global a ralenti pour s'établir à 1 %, ce qui reflète la chute des prix de l'essence. L'inflation mesurée par l'indice de référence a été alimentée par l'incidence de la dépréciation du dollar canadien et par certains facteurs sectoriels, qui ont fait contrepoids aux pressions désinflationnistes exercées par la marge de capacités excédentaires présente au sein de l'économie.

Les répercussions générales de la diminution des cours du pétrole sur l'économie canadienne demeurent semblables à celles décrites dans le *Rapport* de janvier, si ce n'est que les effets négatifs de ce recul semblent se faire sentir encore plus rapidement que prévu. L'incidence défavorable sur les revenus et la richesse associée à la détérioration des termes de l'échange pèse déjà sur les dépenses des ménages. Parallèlement, les intentions d'investissement dans le secteur pétrolier et gazier sont en net repli. La Banque estime maintenant que l'économie canadienne a stagné au premier trimestre de 2015, menant ainsi à un accroissement de la marge de capacités excédentaires et à des pressions additionnelles à la baisse sur l'inflation.

À l'extérieur du secteur de l'énergie, la succession naturelle de certains facteurs — raffermissement des exportations, augmentation des investissements et amélioration des possibilités d'emploi — progresse, même si l'affaiblissement temporaire de l'économie américaine en début d'année a freiné ce processus. Dans l'avenir, cette séquence sera renforcée par l'amélioration de la demande américaine et par l'assouplissement considérable des conditions financières qui s'est opéré en raison notamment de l'abaissement du taux cible du financement à un jour en janvier. Lorsque l'incidence du choc des prix pétroliers sur la croissance commencera à se dissiper, cette succession naturelle devrait redevenir la tendance dominante vers le milieu de l'année.

La Banque s'attend à ce que la croissance annuelle moyenne du PIB réel s'établisse à 1,9 % en 2015 et à 2,5 % en 2016, ce qui correspond à peu près à ce qui était prévu en janvier. Toutefois, la composition de la croissance sera quelque peu différente, en raison d'exportations plus fortes et d'un redressement plus faible des investissements. En 2017, le PIB réel devrait progresser de 2,0 % (**Tableau 2**).

Si l'on suppose que les cours du Brent se situeront à 55 dollars É.-U. le baril, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait tomber à un niveau légèrement inférieur à 1 % dans les prochains mois, avant de regagner la cible de 2 % au début de 2016 (**Tableau 3**). L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait se maintenir aux alentours de 2 % tout au long de la période de projection, les forces à la hausse exercées par la dépréciation

Tableau 2 : Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel
En points de pourcentage[a, b]

	2014	2015	2016	2017
Consommation	1,5 (1,5)	1,1 (1,3)	1,2 (1,0)	1,0
Logement	0,2 (0,2)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)	0,0
Administrations publiques	0,0 (0,0)	0,2 (0,2)	0,2 (0,3)	0,2
Investissements fixes des entreprises	0,0 (-0,1)	-0,7 (-0,1)	0,7 (0,7)	0,7
Total partiel : demande intérieure finale	1,6 (1,6)	0,6 (1,4)	2,1 (2,0)	1,9
Exportations	1,7 (1,6)	1,4 (1,2)	1,7 (1,3)	1,4
Importations	-0,5 (-0,5)	-0,3 (-0,5)	-1,0 (-0,9)	-1,3
Total partiel : exportations nettes	1,2 (1,1)	1,1 (0,7)	0,7 (0,4)	0,1
Stocks	-0,3 (-0,3)	0,2 (0,0)	-0,3 (0,0)	0,0
PIB	2,5 (2,4)	1,9 (2,1)	2,5 (2,4)	2,0
Pour mémoire :				
Production potentielle	2,1 (2,0)	1,8 (1,9)	1,8 (1,9)	1,8
Revenu intérieur brut réel	2,1 (2,0)	0,2 (0,6)	2,5 (2,3)	2,0

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison de janvier 2015 du *Rapport sur la politique monétaire*.
b. Du fait que les chiffres sont arrondis, la somme des éléments ne correspond pas toujours au total.

Tableau 3 : Résumé des projections relatives à l'économie canadienne[a]

	2014	2015				2016				2017			
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	2,4 (2,5)	0,0 (1,5)	1,8 (1,5)	2,8 (2,0)	2,5 (2,5)	2,5 (2,6)	2,5 (2,6)	2,3 (2,6)	2,1 (2,3)	2,0	1,9	1,8	1,8
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	2,6 (2,5)	2,4 (2,6)	1,9 (2,1)	1,8 (1,9)	1,8 (1,9)	2,4 (2,1)	2,6 (2,4)	2,5 (2,6)	2,4 (2,5)	2,2	2,1	1,9	1,9
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	2,2 (2,2)	2,1 (2,0)	2,1 (1,9)	2,0 (1,8)	2,1 (1,9)	2,1 (1,9)	2,1 (1,9)	2,0 (1,9)	2,0 (2,0)	2,0	2,0	2,0	2,0
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	2,0 (2,0)	1,0 (0,5)	0,8 (0,3)	0,9 (0,5)	1,4 (1,2)	2,1 (1,9)	2,1 (1,9)	2,0 (1,9)	2,0 (2,0)	2,0	2,0	2,0	2,0

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison de janvier 2015 du *Rapport sur la politique monétaire*. Les hypothèses relatives aux prix du pétrole brut se fondent sur la moyenne des cours au comptant depuis le début de mars.

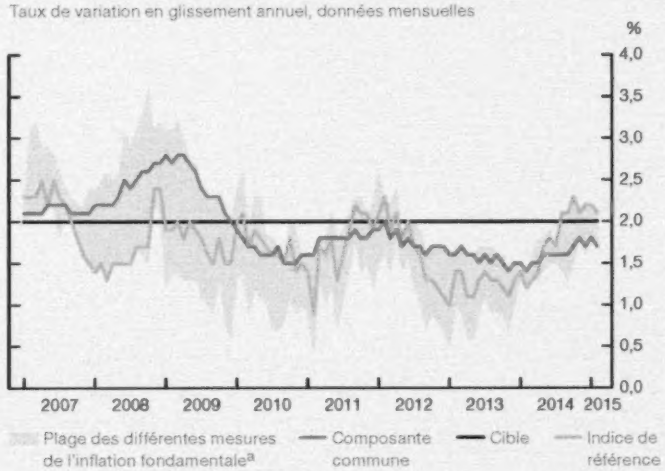
passée du taux de change contrebalançant les pressions à la baisse continues issues de l'offre excédentaire, qui s'estomperont graduellement à mesure que l'écart de production se résorbera. La Banque continue de s'attendre à ce que l'inflation mesurée tant par l'indice de référence que par l'IPC global s'établisse à 2 % de façon durable vers la fin de 2016, lorsque l'économie se remettra à tourner à plein régime.

L'inflation sous-jacente demeure en deçà de 2 %

L'inflation fondamentale, mesurée par l'indice de référence (IPCX), est demeurée relativement stable à environ 2 % au cours des derniers mois, les effets temporaires de facteurs sectoriels (principalement les prix de la viande et des communications) et les répercussions de la dépréciation du dollar canadien ayant fait contrepoids aux pressions désinflationnistes exercées par la marge de capacités excédentaires présente au sein de l'économie et par la concurrence accrue dans le commerce de détail (**Graphique 15**).

Graphique 15 : **Les différentes mesures de l'inflation fondamentale ont été relativement stables au cours des derniers mois**

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



a. Ces mesures sont l'IPCX; MOYET; la médiane pondérée; l'IPCP; l'IPC hors alimentation, énergie et effet des modifications des impôts indirects; et la composante commune. Pour les définitions, voir Statistiques>Indicateurs>Indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production et l'inflation au Canada>Inflation dans le site Web de la Banque du Canada.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada — Dernière observation : février 2015

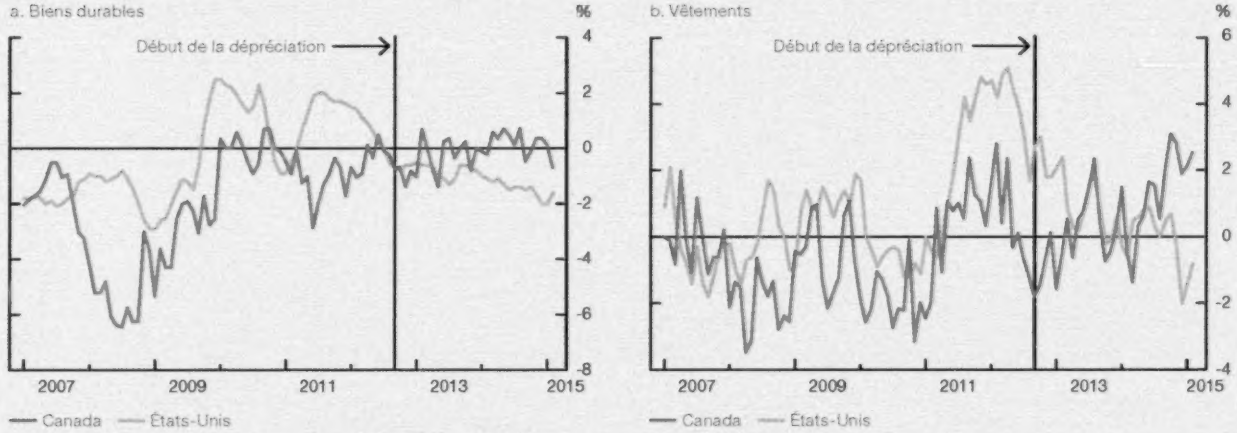
L'élan momentané que certains facteurs sectoriels donnent à l'inflation fondamentale a commencé à se dissiper et on estime que ces derniers ajoutent actuellement 0,2 point de pourcentage à la progression de l'indice de référence. Les pressions désinflationnistes induites par la concurrence accrue dans le commerce de détail continuent de s'estomper et leur effet ne soustrait actuellement, selon les estimations, que 0,1 point de pourcentage à l'inflation mesurée par l'indice de référence.

La Banque estime que l'incidence de la dépréciation du taux de change ajoute en ce moment de 0,3 à 0,4 point de pourcentage environ à l'inflation mesurée par l'indice de référence. Une comparaison de l'évolution des prix au Canada et aux États-Unis tend à confirmer cette évaluation (**Graphique 16**). Cette estimation est supérieure à celle de janvier, les effets du fléchissement additionnel du dollar canadien ayant depuis commencé à se matérialiser.

Comme toujours, la Banque surveille un large éventail d'indicateurs afin d'évaluer l'inflation sous-jacente. Toutefois, aucune des mesures de l'inflation fondamentale, y compris l'IPCX, ne rend parfaitement compte de l'inflation sous-jacente à un moment donné. Ainsi, toutes les différentes mesures de l'inflation fondamentale sont à l'heure actuelle stimulées, à des degrés divers, par les répercussions des variations du taux de change. Les analyses menées par la Banque indiquent que, abstraction faite de ce facteur, ces mesures de l'inflation se situeraient entre environ 1,6 et 1,8 %. La Banque continue de croire que si l'on tient compte de ces mesures parallèlement à d'autres indicateurs de la marge de capacités excédentaires présente au sein de l'économie, l'inflation sous-jacente demeure inférieure à 2 %. Par conséquent, si l'écart de production ne se résorbait pas comme l'anticipe la Banque, l'inflation descendrait sous la barre des 2 %.

Graphique 16 : Les hausses de prix des biens durables et des vêtements ont été plus prononcées au Canada qu'aux États-Unis depuis que le dollar canadien a commencé à se déprécier

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



Nota : Il a été convenu de faire démarrer la dépréciation du dollar canadien en septembre 2012.

Sources : Statistique Canada et Bureau des statistiques du travail des États-Unis

Dernière observation : février 2015

L'inflation mesurée par l'IPC global a ralenti pour s'établir à 1 %, ce qui reflète une baisse marquée des prix de l'essence en glissement annuel. Ce recul de l'inflation mesurée par l'IPC global a été plus faible que ce qui était prévu en janvier, ce qui tient en grande partie à une nouvelle dépréciation du dollar canadien par rapport au dollar américain[1, 2].

Les effets négatifs de la chute des prix du pétrole se matérialisent rapidement

Les répercussions défavorables de la diminution des cours pétroliers ont commencé à poindre et semblent se concrétiser plus hâtivement qu'escompté en janvier. Sans surprise, cette situation a des effets qui varient considérablement entre les régions, celles où le secteur de la production d'énergie occupe une place plus prépondérante étant plus durement touchées (**Encadré 2**).

Le déclin des cours des produits de base exerce une incidence appréciable sur les revenus, le revenu intérieur brut réel du Canada ayant diminué de 0,7 % au quatrième trimestre de 2014. Les termes de l'échange du pays se sont détériorés d'environ 8 % durant la même période et devraient, selon les estimations, avoir continué à se dégrader au premier trimestre de 2015 (**Graphique 17** et **Graphique 18**). Un certain nombre de signaux donnent à penser que la baisse des revenus, des profits et de la richesse intérieurs associée à cette détérioration se répercute déjà sur les dépenses des ménages. Le volume des ventes au détail a d'ailleurs reculé de façon marquée en décembre et en janvier, bien que d'autres facteurs aient pu contribuer à cette faiblesse à court terme. En outre, la croissance de l'investissement résidentiel a ralenti au quatrième trimestre de 2014 et devrait, selon les estimations, avoir nettement chuté au premier trimestre de 2015.

1 Selon les estimations, l'incidence de la dépréciation du dollar canadien sur l'inflation mesurée par l'IPC global serait de 0,6 à 0,7 point de pourcentage environ.

2 Le recul des cours du pétrole observé entre juin et le premier trimestre de 2015, exprimés en dollars américains, a contribué à réduire l'inflation mesurée par l'IPC global d'environ 1,3 point de pourcentage.

Encadré 2

Les incidences du recul des prix du pétrole à l'échelle régionale

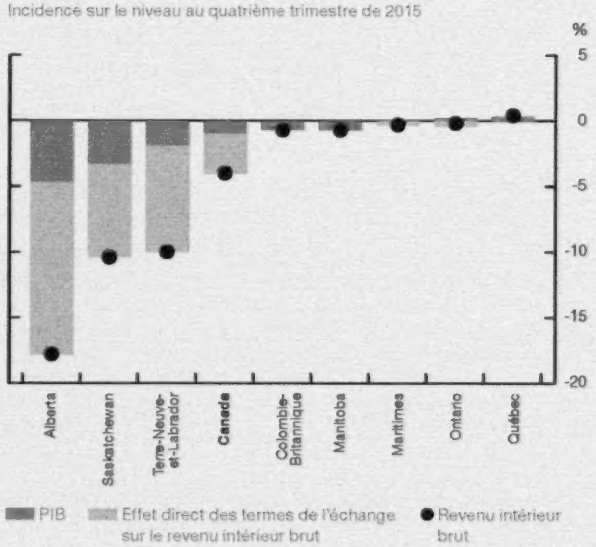
On s'attend à ce que la chute rapide des cours pétroliers observée depuis le milieu de 2014 ait des effets plus prononcés dans les provinces productrices de pétrole qu'ailleurs au pays. La Banque du Canada a estimé les conséquences de ce choc pour les différentes régions en s'appuyant sur un modèle macroéconomique régional simple et sur son appréciation de l'investissement et des exportations de produits énergétiques, fondée sur les résultats d'enquêtes et sur d'autres informations. Bien que ces estimations soient entachées d'une incertitude considérable, elles fournissent une idée générale des effets relatifs du recul des prix pétroliers[1].

Les estimations sont établies à partir d'un scénario dans lequel les cours du baril de pétrole brut Brent passent d'environ 110 dollars É.-U. — leur niveau en juin 2014 — à 60 dollars É.-U., comparativement à un scénario qui les maintient à 110 dollars É.-U. Les résultats exposés ici rendent compte des effets de la variation des prix du pétrole de façon isolée et excluent toute réaction des autorités monétaires, ce qui cadre avec les résultats économiques pour le Canada présentés dans l'annexe du *Rapport sur la politique monétaire* de janvier.

Dans ce scénario, le PIB du Canada est inférieur de 1 % au niveau qu'il aurait affiché à la fin de 2015 si les prix du pétrole n'avaient pas changé. Comme on peut s'y attendre, les répercussions négatives sur le PIB se concentrent dans les principales provinces productrices de pétrole, soit l'Alberta, la Saskatchewan et Terre-Neuve-et-Labrador (**Graphique 2-A**). D'autres provinces sont touchées, notamment par la voie de liens commerciaux avec les régions productrices de pétrole. Dans notre scénario, les provinces dont les exportations interprovinciales vers les régions productrices de pétrole sont les plus importantes en proportion du PIB, soit la Colombie-Britannique et le Manitoba, accusent toutes deux de modestes reculs de leur PIB. Bien que les Maritimes, l'Ontario et le Québec soient moins tributaires des principales provinces productrices de pétrole, ces régions subissent aussi des pertes au chapitre des exportations interprovinciales. En revanche, leurs exportations internationales augmentent à la faveur de l'activité étrangère accrue, du niveau plus bas du dollar canadien et de la hausse des investissements qui en découle, ce qui fait contrepoids à leurs pertes.

Graphique 2-A : **On s'attend à ce que l'incidence du recul des prix du pétrole sur le PIB soit répartie de façon inégale au Canada**

Incidence sur le niveau au quatrième trimestre de 2015



Nota : Les chiffres représentent l'incidence, sur les niveaux des variables au quatrième trimestre de 2015, d'un recul des prix du pétrole — qui passent de 110 à 60 $ É.-U. — comparativement à un scénario qui maintient ces prix à 110 $ É.-U. durant toute la période de projection. Ces scénarios excluent toute réaction des autorités monétaires à la baisse des prix pétroliers.

Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Par ailleurs, la baisse des prix de l'or noir prévue dans le scénario entraîne pour le Canada — un exportateur net de pétrole — une détérioration de 9 % des termes de l'échange d'ici la fin de 2015. L'incidence de cette évolution des termes de l'échange sur l'activité économique canadienne (qui se manifeste, entre autres, par une diminution de la consommation) est prise en compte dans les estimations du PIB illustrées au **Graphique 2-A**. Cependant, l'affaiblissement des termes de l'échange exerce également un effet direct sur le revenu intérieur brut (RIB) réel qui, une fois combiné au repli de 1 % du PIB, fait reculer le RIB de 4 %[2]. L'effet direct de la dégradation des termes de l'échange est plus prononcé dans les principales provinces exportatrices de pétrole, où les prix à l'exportation fléchissent parallèlement au recul des cours

(suite à la page suivante)

1 Ces estimations sont très incertaines, notamment en raison d'un accès limité aux données provinciales et de leur faible fréquence de publication. En outre, il est possible que l'analyse ne rende pas totalement compte de la politique budgétaire fédérale, qui tend automatiquement à atténuer les disparités entre les régions quant à l'incidence des variations des prix du pétrole. Il convient aussi de noter que ces résultats portent sur une période précise (le quatrième trimestre de 2015) et que la nature des incidences et leur répartition selon les régions évolueront probablement au fil du temps. En dépit de ces limites, ces estimations fournissent des indications générales utiles sur l'ampleur relative des répercussions.

2 L'effet sur le RIB équivaut environ à la somme de l'effet sur le PIB et de l'effet sur les termes de l'échange.

Encadré 2 *(suite)*

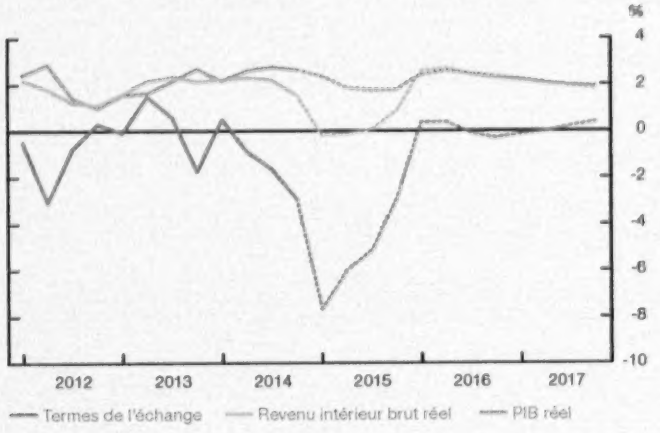
pétroliers, ce qui contribue à une contraction notable de leur RIB. En Colombie-Britannique et au Manitoba, le RIB affiche des baisses plus modestes, tandis que, dans les provinces des Maritimes, en Ontario et au Québec, l'effet est presque nul.

En phase avec la présente analyse, on relève déjà dans les données des différences marquées entre les régions quant aux répercussions du recul des prix pétroliers. Ces derniers mois, le taux de chômage a augmenté dans les principales provinces productrices de pétrole. De même, la migration interprovinciale vers l'Alberta a diminué de plus de 65 % depuis le milieu de l'année dernière et se situe maintenant à son niveau le plus bas depuis le troisième trimestre de 2011[3]. Les ménages des régions productrices de pétrole semblent aussi réagir fortement. La confiance des consommateurs, l'activité dans le secteur du logement et les ventes au détail ont affiché une faiblesse démesurée en Alberta ainsi que, quoique dans une moindre mesure, dans les autres provinces productrices de pétrole.

3 De plus, certaines indications donnent à penser que le nombre de travailleurs faisant la navette d'une province à l'autre a déjà commencé à s'ajuster. Par exemple, à l'aéroport de Fort McMurray, le trafic d'aéronefs nolisés a diminué de 25 % au cours des deux premiers mois de 2015. Comme la main-d'œuvre venant d'autres provinces est souvent relativement plus onéreuse, elle est parmi les premières à être licenciée en période de ralentissement économique.

Graphique 17 : La récente chute des cours du pétrole pèse de façon marquée sur l'économie canadienne

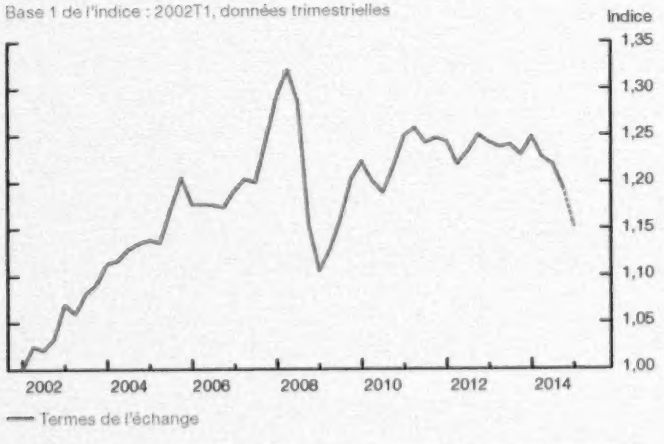
Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada

Graphique 18 : Les termes de l'échange ont continué de se dégrader au premier trimestre de 2015

Base 1 de l'indice : 2002T1, données trimestrielles



Nota : La valeur indiquée pour le premier trimestre de 2015 est une estimation de la Banque du Canada.
Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada Dernière valeur du graphique : 2015T1

Après s'être redressés au milieu de l'année dernière, les investissements des entreprises ont fléchi au quatrième trimestre. La baisse des cours pétroliers devrait se traduire par une contraction rapide de l'investissement dans le secteur du pétrole et du gaz. Des réductions substantielles des dépenses en immobilisations ont été annoncées dans le secteur pétrolier et les activités de forage sont en chute libre depuis le début de l'année (**Graphique 8**).

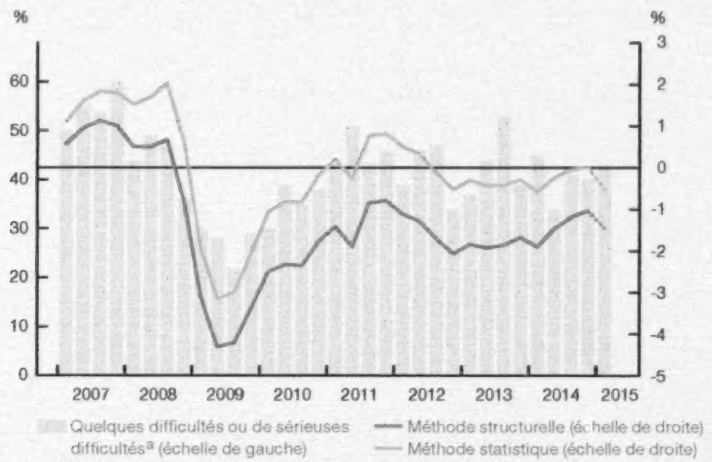
Depuis janvier, la Banque a revu à la baisse son estimation du PIB réel pour le premier trimestre de 2015 et table maintenant sur une croissance essentiellement nulle, en raison surtout des effets précipités du choc des prix pétroliers. D'autres facteurs en jeu incluent l'hiver rigoureux et la faiblesse temporaire de l'activité économique aux États-Unis.

La marge de capacités excédentaires s'est accrue

La Banque surveille une vaste gamme d'indicateurs pour évaluer le degré des pressions qui s'exercent sur la capacité de production de l'économie, dont deux des plus importants signalent une hausse des capacités excédentaires au premier trimestre (**Graphique 19**). En effet, la mesure statistique de l'écart de production se chiffre, selon les estimations, à environ - 1/2 %, tandis que la mesure structurelle de cet écart, qui a été mise à jour pour tenir compte de la réévaluation par la Banque de la croissance de la production potentielle (**Annexe**), donne à penser que la marge de capacités excédentaires s'élevait à 1 1/2 % au premier trimestre[3]. En revanche, les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises menée ce printemps laissent croire que de nombreuses firmes continuent de fonctionner près des limites de leur capacité.

Par ailleurs, les conditions sur le marché du travail paraissent, dans l'ensemble, s'être améliorées modestement au cours des six derniers mois. Ainsi, les taux de chômage, de sous-utilisation de la main-d'œuvre et de

Graphique 19 : **La marge de capacités excédentaires s'est accrue**



a. Réponses à la question relative aux pressions sur la capacité de production, dans l'enquête sur les perspectives des entreprises. Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes.

Nota : Pour le premier trimestre de 2015, la valeur estimée de l'écart se fonde sur un niveau de production inchangé. Pour les définitions des séries utilisées, voir Statistiques>Indicateurs>Indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production et l'inflation au Canada dans le site Web de la Banque du Canada.

Source : Banque du Canada — Dernière valeur du graphique : 2015T1

3. On trouvera ces deux estimations de l'écart de production dans le site Web de la Banque, à l'adresse http://www.banqueducanada.ca/taux/indicateurs/pressions-capacite-inflation.

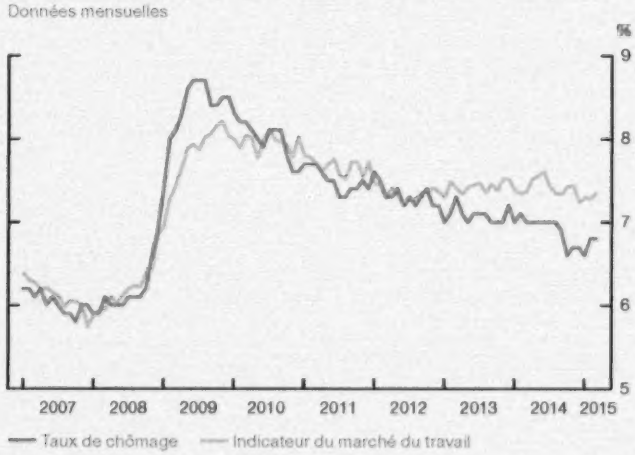
chômage de longue durée ont tous reculé, alors que le taux d'activité de la population dans la force de l'âge a commencé à se redresser ces derniers mois après avoir affiché une certaine faiblesse au milieu de 2014. En dépit de ces progrès encourageants, une marge notable de ressources inutilisées subsiste sur le marché du travail, comme l'illustre l'indicateur du marché du travail de la Banque (**Graphique 20**). De plus, l'effet de la chute des cours du pétrole ne s'est pas encore pleinement répercuté sur les statistiques en matière d'emploi. La dernière enquête sur les perspectives des entreprises indique que le solde des opinions concernant les intentions d'embauche a reculé pour se situer à son niveau le plus bas depuis 2009, et les répondants font état de pénuries de main-d'œuvre toujours faibles et moins prononcées qu'il y a douze mois.

Les mesures de l'utilisation du stock de capital existant continuent de signaler la présence de capacités excédentaires moindres que celles que laissent entrevoir les mesures de la marge de ressources inutilisées sur le marché du travail, ce qui correspond aux tendances qu'il est naturel d'observer à la suite d'une récession destructrice. Le taux d'utilisation de la capacité industrielle a grimpé pour atteindre 83,6 %, soit un niveau supérieur à sa moyenne historique. Dans de nombreux secteurs non énergétiques, le taux d'utilisation des capacités s'est également accru au cours des derniers trimestres, ce qui constitue un signe précurseur d'une hausse des dépenses d'investissement. La plus récente enquête sur les perspectives des entreprises fait ressortir que les pressions se sont surtout fait sentir parmi les firmes à vocation exportatrice, qui citent fréquemment les contraintes relatives à la capacité physique comme un obstacle important à leur aptitude à répondre à une brusque augmentation de la demande.

Compte tenu des divers indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production, la Banque est d'avis que la marge de capacités excédentaires au sein de l'économie canadienne est notable. Celle-ci se situerait entre 1/2 et 1 1/2 %, ce qui porte à croire que les ressources inutilisées et les pressions désinflationnistes sont plus importantes que ce qui était estimé en janvier[4].

Graphique 20 : **La marge de ressources inutilisées sur le marché du travail est plus importante que ne l'indique le taux de chômage**

Données mensuelles



Sources : Statistique Canada et Banque du Canada — Dernière observation : mars 2015

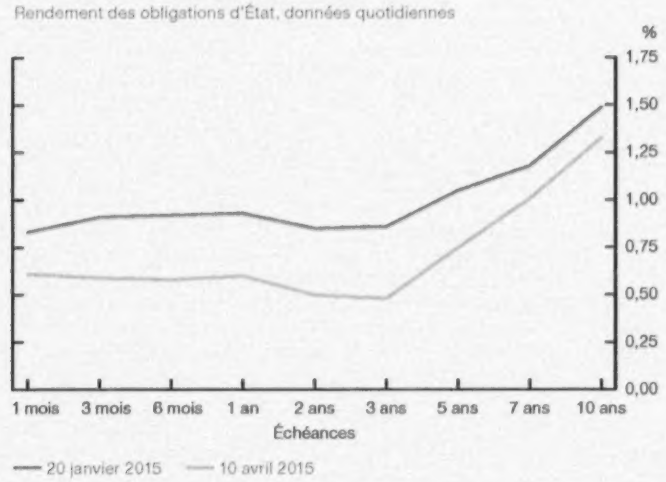
4 La projection est établie autour du point médian de la fourchette relative à l'écart de production au premier trimestre de 2015 (c'est-à-dire -1 %).

Les conditions financières se sont nettement assouplies au Canada

La détente des conditions financières survenue depuis janvier alimentera davantage la croissance au cours de la période de projection. La courbe des rendements des obligations d'État s'est déplacée vers le bas, sous l'effet de la réduction du taux cible du financement à un jour opérée en janvier ainsi que de l'évolution des marchés financiers mondiaux (**Graphique 21**). La baisse des rendements des obligations d'État s'est, à son tour, répercutée sur les taux d'emprunt des ménages et des entreprises, qui ont atteint des creux historiques (**Graphique 22**).

Graphique 21 : **Au Canada, les taux d'intérêt ont diminué dans tous les segments de la courbe des rendements depuis janvier**

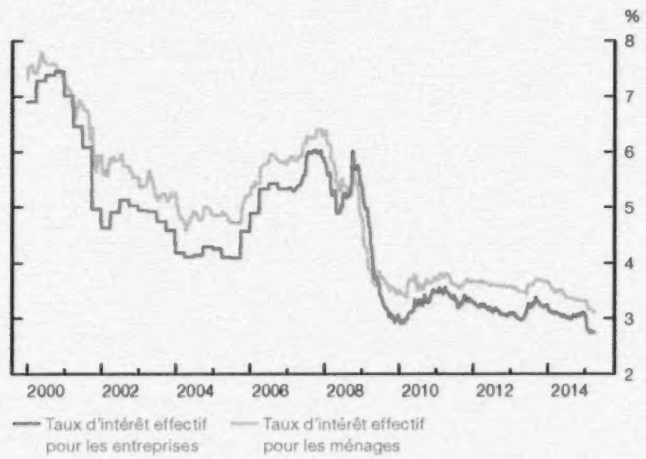
Rendement des obligations d'État, données quotidiennes



Source : Banque du Canada — Dernière observation : 10 avril 2015

Graphique 22 : **Les taux d'emprunt des ménages et des entreprises ont atteint des creux historiques**

Données hebdomadaires



Nota : Pour de plus amples renseignements sur ces séries, voir Statistiques>Conditions du crédit>Conditions financières dans le site Web de la Banque du Canada.

Source : Banque du Canada — Dernière observation : 10 avril 2015

Selon les résultats de la plus récente enquête sur les perspectives des entreprises de la Banque, le solde des opinions laisse supposer un assouplissement des conditions du crédit au cours des trois derniers mois. Dans l'ensemble, la plupart des répondants continuent d'indiquer qu'il est facile ou relativement facile d'obtenir du crédit. Les résultats de la dernière enquête menée par la Banque auprès des responsables du crédit portent à croire que les conditions générales d'octroi des prêts aux sociétés sont demeurées pratiquement inchangées au premier trimestre de 2015. Les deux enquêtes relèvent toutefois un certain resserrement pour les entreprises de production des secteurs liés aux produits de base.

L'assouplissement des conditions du crédit, conjugué au recul de 8 % de la valeur du dollar canadien par rapport au niveau postulé en janvier, aidera à atténuer l'incidence négative de la baisse des prix du pétrole. Il facilitera l'ajustement sectoriel nécessaire au renforcement de l'investissement, améliorera les flux de trésorerie des entreprises et soutiendra les dépenses des ménages.

Bien que les perspectives de l'économie canadienne soient restées essentiellement les mêmes, l'évolution et la composition prévues de la croissance ont changé

Après avoir stagné au premier trimestre, la croissance du PIB réel devrait rebondir au deuxième trimestre et ensuite se raffermir pour avoisiner en moyenne 2 1/2 % sur une base trimestrielle jusqu'à la mi-2016 (**Tableau 2** et **Tableau 3**). La Banque s'attend à ce que l'économie se remette à tourner à plein régime vers la fin de 2016. En 2017, la croissance s'établira en moyenne à environ 2 %. Compte tenu du degré d'incertitude inhérent aux projections économiques, la Banque est d'avis que la croissance du PIB réel se situera vraisemblablement en 2015 à ± 0,5 point de pourcentage du taux projeté dans le scénario de référence, la fourchette étant un peu plus large pour 2016 et 2017.

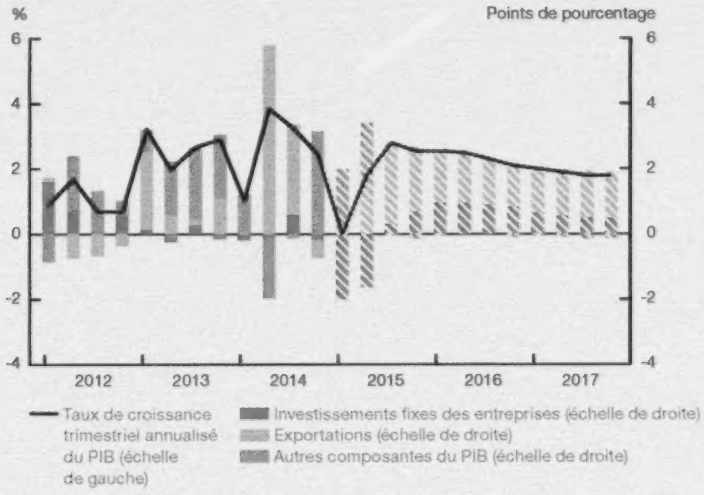
Le profil de croissance du PIB plus solide qui apparaît au milieu de 2015 survient à un moment où les effets négatifs de la chute des prix du pétrole sur l'expansion des investissements dans le secteur de l'énergie commenceront à se dissiper et où l'activité dans le secteur non énergétique gagnera encore en vigueur (**Graphique 23**). Dans le scénario de référence, l'hypothèse de bas prix du pétrole se traduit par un déplacement persistant des investissements et des emplois au détriment des secteurs et des régions énergétiques, ce qui inverse en partie l'ajustement structurel qui s'était opéré précédemment dans l'économie canadienne.

L'évolution et la composition prévues de la croissance ont quelque peu changé par rapport aux perspectives présentées en janvier. Comme il a déjà été mentionné, l'incidence négative de la chute des prix du pétrole se fait sentir plus tôt qu'on ne l'avait escompté précédemment, mais, selon les estimations, l'effet modérateur total associé à cette diminution devrait être environ le même sur l'ensemble de la période de projection[5]. La valeur plus faible du dollar canadien donnera une impulsion additionnelle aux exportations, mais elle fera augmenter le coût des biens d'équipement importés, ce qui pèsera sur les dépenses d'investissement. Compte tenu de ces facteurs ainsi que des analyses et indicateurs récents, la Banque a revu à la baisse son profil d'évolution des investissements des entreprises.

5 Dans le scénario de référence, la chute des prix du pétrole observée depuis le milieu de l'année dernière abaisse le niveau du PIB d'environ 1/2 % d'ici la fin de 2015.

Graphique 23 : **La croissance du PIB réel devrait ralentir au premier semestre de 2015**

Contribution à la croissance du PIB réel



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Selon les hypothèses relatives aux dépenses publiques contenues dans le scénario de référence, ces dépenses apporteront une contribution positive modeste à la croissance durant la période de projection. Ces hypothèses tiennent compte des mesures budgétaires déjà annoncées, comme c'est d'usage à la Banque.

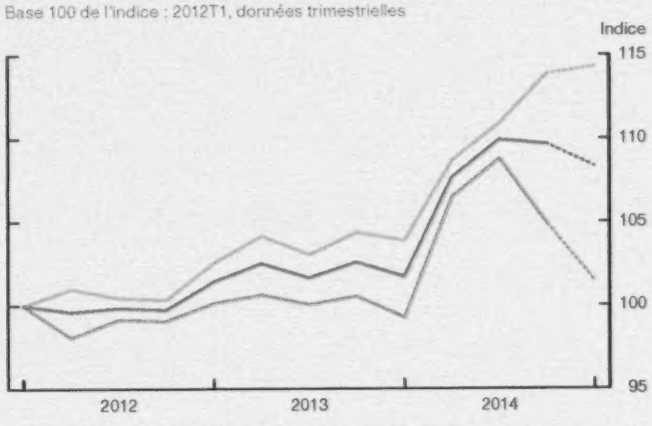
La reprise des exportations hors énergie devrait s'enraciner plus fermement

Le déplacement attendu de la demande vers les exportations hors énergie est bien amorcé. Après deux années de faible croissance, le redressement des exportations hors énergie s'est finalement matérialisé en 2014 (**Graphique 24**). Les catégories de produits appelées à tirer la reprise des exportations hors énergie, dont la plupart sont sensibles au taux de change, ont progressé à leur rythme le plus rapide depuis 2000 et ont conservé un certain dynamisme durant les premiers mois de 2015. Parmi les principales catégories ayant concouru à cette récente poussée, citons les aéronefs et pièces d'aéronefs, les machines et le matériel industriels et électriques, les produits pharmaceutiques, les matériaux de construction et d'emballage, et les produits métalliques. Par ailleurs, les exportations de services ont continué d'afficher une croissance positive en 2014. Le redressement dans le secteur manufacturier, lequel compte pour 70 % des exportations hors énergie, engendrera des retombées favorables pour d'autres secteurs, tels que le transport et l'entreposage, le commerce de gros, ainsi que la finance, les assurances, l'immobilier et la location à bail.

La reprise des exportations hors énergie devrait s'enraciner plus fermement à la faveur du renforcement de l'économie américaine. En outre, la dépréciation du dollar canadien, combinée à la croissance de la productivité du travail plus forte au Canada qu'aux États-Unis ces deux dernières années, a donné lieu à une amélioration notable de la compétitivité du Canada (**Graphique 25**). Néanmoins, le profil projeté de la croissance des exportations hors énergie repose sur des hypothèses prudentes qui tiennent compte des capacités perdues et de la tenue décevante de ce secteur au cours de la dernière décennie.

Graphique 24 : Les exportations de biens non énergétiques appelées à tirer la reprise se sont redressées

Base 100 de l'indice : 2012T1, données trimestrielles



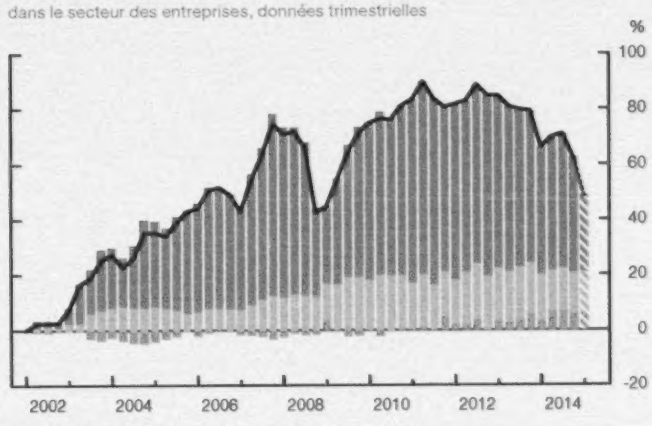
Nota : Les principales catégories de produits appelées à tirer la reprise comprennent les aéronefs et pièces d'aéronefs; les machines et le matériel industriels; les produits pharmaceutiques et médicinaux; les matériaux de construction et d'emballage; et les produits métalliques. Pour connaître la liste complète, voir A. Binette, D. de Munnik et É. Gouin-Bonenfant, *Canadian Non-Energy Exports: Past Performance and Future Prospects*, document d'analyse n° 2014-1, Banque du Canada.

La valeur indiquée pour le premier trimestre de 2015 est une estimation de la Banque du Canada.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada — Dernière valeur du graphique : 2015T1

Graphique 25 : L'écart de compétitivité entre le Canada et les États-Unis s'est rétréci au cours des derniers trimestres

Contribution de divers facteurs à la variation des coûts unitaires relatifs de la main-d'œuvre canadienne par rapport à ceux de la main-d'œuvre américaine dans le secteur des entreprises, données trimestrielles



Nota : La valeur obtenue pour le premier trimestre de 2015 est une estimation fondée sur la variation observée du taux de change Canada–États-Unis et sur le maintien de la productivité relative et des salaires relatifs enregistrés au quatrième trimestre de 2014.

Sources : Statistique Canada, Bureau d'analyse économique des États-Unis et calculs de la Banque du Canada — Dernière valeur du graphique : 2015T1

Le moment où se concrétisera la reprise des investissements des entreprises reste incertain

L'expansion des investissements totaux des entreprises devrait diminuer de façon marquée au premier semestre de 2015, sous l'effet d'un repli considérable dans le secteur pétrolier et gazier, avant de se redresser lentement au second semestre de l'année, puis de s'accélérer en 2016.

Les données agrégées concernant les investissements des entreprises masquent des évolutions divergentes dans le secteur de l'énergie et le secteur non énergétique. La Banque s'attend à ce que les investissements dans le secteur pétrolier et gazier chutent d'environ 30 % en 2015. En revanche, la croissance des investissements des entreprises à l'extérieur du secteur du pétrole et du gaz devrait s'accentuer à mesure que progresseront les exportations hors énergie, que se résorberont les capacités excédentaires restantes dans ces industries et qu'augmentera la confiance des firmes à l'égard des perspectives économiques. L'amélioration récente des coûts et des conditions de financement devrait stimuler davantage les investissements des entreprises. Toutefois, une incertitude considérable entoure la rapidité avec laquelle ceux-ci vont réagir à ces facteurs favorables.

Dans son scénario de référence, la Banque prévoit que les investissements à l'extérieur du secteur pétrolier et gazier s'accroîtront en moyenne d'environ 7 % par année. Ce profil d'évolution est plus bas que celui de janvier, ce qui cadre avec une vigueur plus faible à la fin de 2014 ainsi que les derniers résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises réalisée ce printemps, qui faisaient état d'un deuxième recul trimestriel du solde des opinions quant aux intentions d'investissement. De plus, la dépréciation du dollar a fait augmenter le coût des machines et du matériel importés.

Les niveaux d'endettement élevés et les effets de revenu de la baisse des prix des produits de base freineront la croissance des dépenses des ménages

Les dépenses des ménages devraient progresser à un rythme modéré au cours de la période de projection. La perte de richesse et de revenus associée à la détérioration rapide des termes de l'échange du Canada bridera la croissance des dépenses, même si l'assouplissement des conditions financières fera partiellement contrepoids. Les économies réalisées par les consommateurs lorsqu'ils font le plein d'essence pourraient également aider à atténuer les effets de revenu négatifs, bien qu'on ne sache pas précisément dans quelle mesure ces sommes seront dépensées ou affectées au remboursement des dettes.

Au cours des derniers mois, on a observé des signes de modération sur le marché national du logement. Les mises en chantier et l'activité sur le marché de la revente ont ralenti depuis l'automne dernier, alors que des conditions météorologiques rigoureuses ont sévi au début de 2015. En outre, un ratio ventes-inscriptions plus équilibré s'est accompagné d'une croissance plus lente des prix des maisons. Cependant, les conditions sur le marché de l'habitation divergent encore d'une région à l'autre. Jusqu'ici, les effets de la chute des prix de l'énergie sur l'activité du logement au pays semblent se limiter surtout aux régions productrices d'énergie. Les marchés précédemment robustes de Calgary et d'Edmonton ont enregistré des baisses marquées de l'activité de revente et un ralentissement sensible de la hausse des prix des maisons en glissement annuel ces derniers mois. Dans

le même temps, l'activité de revente est restée vigoureuse en Colombie-Britannique et en Ontario, en particulier à Vancouver et à Toronto, où la croissance des prix du logement reste élevée.

Durant la période de projection, la part de l'investissement résidentiel dans le PIB devrait diminuer légèrement. Malgré la présence de risques localisés, à mesure que l'économie gagnera en vigueur, le scénario le plus probable demeure celui d'un atterrissage en douceur sur le marché national du logement et d'une stabilisation des ratios de la dette au revenu[6].

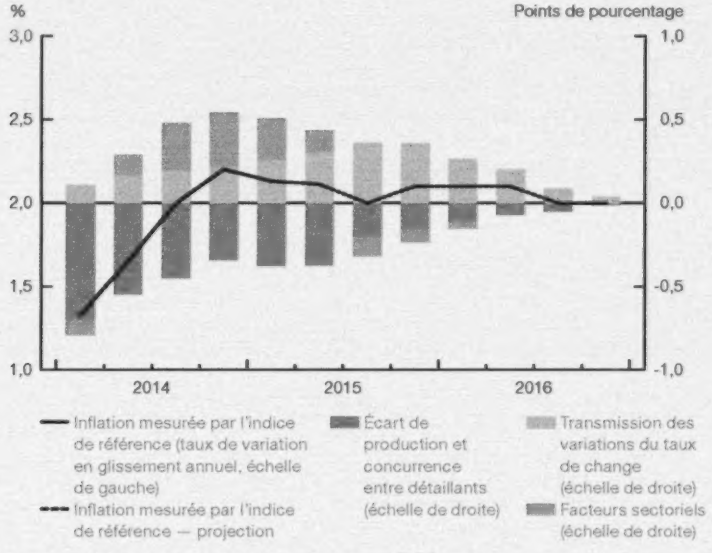
La baisse du taux cible du financement à un jour opérée en janvier devrait aider à atténuer les pressions financières sur le secteur des ménages en modérant le recul des revenus et de l'emploi provoqué par la chute des prix du pétrole. Elle réduit également la probabilité d'un scénario plus défavorable susceptible de provoquer des tensions au sein du système financier.

L'inflation devrait revenir à 2 % de façon durable vers la fin de 2016

La Banque s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence continue d'avoisiner 2 % tout au long de la période de projection (**Graphique 26**). À court terme, l'élargissement de l'écart de production devrait exercer des pressions supplémentaires à la baisse sur l'inflation. Si l'on suppose que le dollar canadien demeurera autour de 79 cents É.-U., les répercussions des variations du taux de change devraient culminer au second semestre de 2015 et se dissiper d'ici la fin de 2016. Parallèlement, à mesure que la croissance économique se raffermira et que l'écart de production se résorbera, les pressions désinflationnistes issues de l'offre

Graphique 26 : **L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait demeurer près de 2 %**

Contribution à l'écart de l'inflation par rapport à la cible de 2 %, en points de pourcentage



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

6 Pour une évaluation plus détaillée des vulnérabilités dans le secteur des ménages, se reporter à la livraison de décembre 2014 de la *Revue du système financier*, à l'adresse http://www.banqueducanada.ca/2014/12/rsf-decembre-2014.

excédentaire devraient graduellement diminuer. L'effet du niveau plus faible du dollar canadien et celui du rétrécissement de l'écart de production sur l'inflation mesurée par l'indice de référence se contrebalanceront globalement l'un l'autre tout au long de la période de projection.

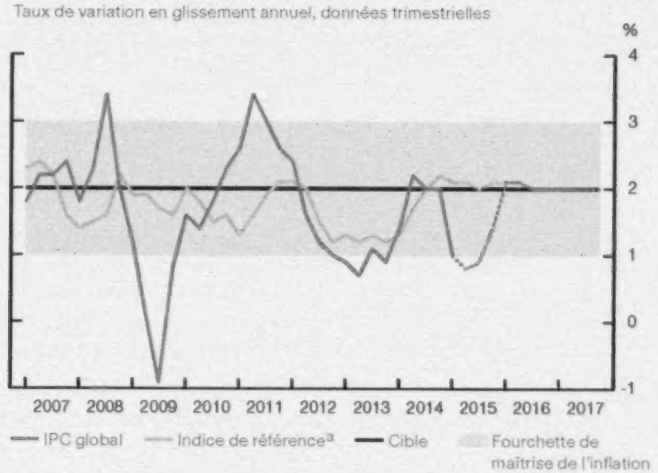
Compte tenu d'un cours du Brent à 55 dollars É.-U. le baril, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait descendre légèrement sous 1 % dans les mois à venir, en raison des fortes baisses en glissement annuel des prix de l'essence, avant de remonter à 2 % au début de 2016 (**Graphique 27**). Étant donné la volatilité des prix du pétrole, le profil de l'inflation mesurée par l'IPC global demeure entaché d'un niveau élevé d'incertitude. Ainsi, l'hypothèse d'une hausse (baisse) de 10 % des cours du pétrole dans le scénario de référence se traduirait par une projection de l'inflation mesurée par l'IPC global plus élevée (plus basse) d'environ 0,3 point de pourcentage sur l'année à venir.

Alors que l'économie atteindra son plein potentiel vers la fin de 2016 et s'y maintiendra, et comme les attentes d'inflation sont bien ancrées, l'inflation mesurée tant par l'indice de référence que par l'IPC global devrait avoisiner 2 % de façon durable.

Bien que les attentes à court terme concernant l'inflation mesurée par l'IPC global demeurent près de la limite inférieure de la fourchette, les attentes à moyen terme restent bien ancrées à 2 %. Les compilations de Consensus Economics publiées en mars font état d'un taux d'augmentation de l'IPC global de 0,9 % pour 2015, en légère baisse par rapport à janvier, tandis que les prévisions pour 2016 sont inchangées, à 2,1 %. Selon les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises parus ce printemps, la majorité des firmes prévoient qu'au cours des deux prochaines années, l'inflation mesurée par l'IPC global s'établira dans la moitié inférieure de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 % visée par la Banque. Cette prévision concorde avec le faible niveau de l'inflation mesurée par l'IPC global en 2015 attribuable aux pressions à la baisse exercées par les prix de l'essence.

Graphique 27 : **L'inflation mesurée par l'IPC global devrait retourner à 2 % en 2016**

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



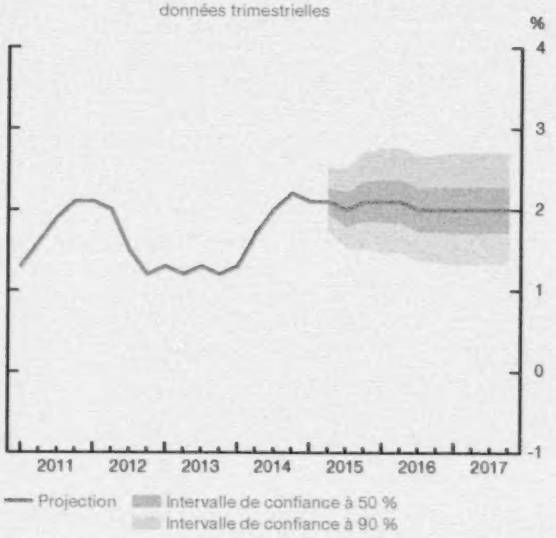
a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

En se fondant sur la dispersion passée des prévisions du secteur privé, la Banque estime qu'un intervalle raisonnable autour de sa projection de référence concernant l'inflation mesurée par l'IPC global est de ± 0,3 point de pourcentage. Cet intervalle vise à donner une idée de l'incertitude entourant les prévisions. Les graphiques en éventail, qui sont obtenus au moyen d'une analyse statistique des erreurs de prévision de la Banque, offrent à cet égard une perspective complémentaire (**Graphique 28** et **Graphique 29**)[7].

Graphique 28 : **Projection relative à l'inflation mesurée par l'indice de référence**

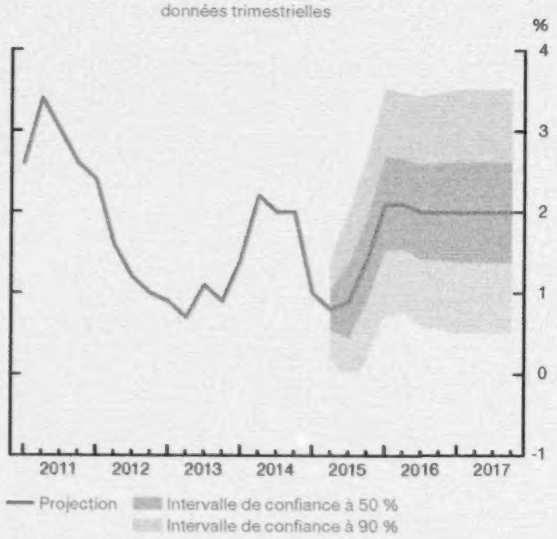
Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Source : Banque du Canada

Graphique 29 : **Projection relative à l'inflation mesurée par l'IPC global**

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Source : Banque du Canada

7 Ces graphiques reflètent les erreurs qui entachent les projections pour la période allant jusqu'à huit trimestres à compter du trimestre en cours. Ces erreurs sont fondées sur les projections d'inflation des livraisons précédentes du *Rapport sur la politique monétaire* et de ses mises à jour, et sont calculées à partir des données trimestrielles de la période allant du premier trimestre de 2003 au deuxième trimestre de 2014.

Les risques entourant les perspectives d'inflation

Plusieurs risques liés à la conjoncture extérieure ainsi qu'à la situation économique intérieure pèsent sur les perspectives d'inflation. La Banque estime que les risques entourant sa projection de l'évolution de l'inflation sont relativement équilibrés.

Les principaux risques touchant l'inflation sont les suivants :

1) Incidence plus importante de la baisse des prix du pétrole

Une incertitude considérable demeure quant à l'évolution future des cours du pétrole. En effet, la Banque estime que des risques à la baisse continueront de peser sur les prix du pétrole à court terme, alors qu'à moyen terme, les risques sont orientés à la hausse. À l'heure actuelle, cependant, il existe un risque plus important associé à l'incidence du choc des cours pétroliers sur l'économie canadienne. Le PIB réel semble avoir stagné au premier trimestre, un résultat moins favorable qu'on ne l'envisageait en janvier. Bien que la Banque soit d'avis que cette faiblesse accrue témoigne surtout du devancement de l'effet défavorable du choc des cours pétroliers, il y a un risque que les conséquences négatives de celui-ci dépassent les estimations. Par exemple, un repli de l'investissement supérieur aux prévisions actuelles est possible dans le secteur du pétrole et du gaz. De plus, la Banque juge qu'une partie de l'atonie de la consommation au premier trimestre était liée à des facteurs temporaires. Si une plus grande part de la faiblesse était plutôt attribuable à la baisse des prix du pétrole, le redressement des dépenses des ménages pourrait exiger plus de temps. Si ce risque devait se matérialiser, les pressions désinflationnistes seraient plus persistantes qu'on ne l'envisage en ce moment.

2) Déséquilibres dans le secteur canadien des ménages

À l'échelle nationale, un atterrissage en douceur reste le scénario le plus probable dans le secteur du logement, l'investissement résidentiel en proportion du PIB devant reculer légèrement tout au long de la période de projection. Néanmoins, en raison des prix des maisons et des niveaux d'endettement élevés par rapport aux revenus, les ménages demeurent vulnérables. Les répercussions négatives du choc des cours pétroliers en Alberta, et la croissance des prix qui reste robuste à Toronto et à Vancouver, laissent supposer un risque de correction sur ces marchés. L'expérience passée donne à penser qu'au Canada, les cycles des prix du logement localisés, en ce qui

concerne tant les facteurs à l'origine de l'expansion que la correction, n'ont généralement pas eu de répercussions sur les autres régions, mais si ce devait être le cas, cela constituerait un événement marquant. Si des corrections dans plusieurs marchés locaux importants survenaient simultanément, les retombées sur le reste de l'économie pourraient être notables. En outre, bien que son ampleur exacte soit très incertaine, l'effet défavorable de la baisse des prix du pétrole sur le revenu des ménages contribuera probablement à une nouvelle augmentation des ratios de la dette au revenu. Une correction désordonnée de ces déséquilibres, si elle se matérialisait, pourrait avoir des répercussions négatives considérables sur d'autres pans de l'économie et sur l'inflation.

3) Demande privée plus vigoureuse aux États-Unis

Une demande privée plus vigoureuse qu'escompté aux États-Unis constitue le plus important risque à la hausse touchant l'inflation au Canada. La progression de la consommation a été robuste aux États-Unis, malgré la croissance modérée des salaires observée récemment. Les gains constants au chapitre de l'emploi et l'amélioration de facteurs fondamentaux du marché du travail — comme la baisse des niveaux de chômage de longue durée et d'emploi à temps partiel involontaire — tendent à indiquer que la croissance des salaires pourrait se raffermir plus vite qu'anticipé, au fur et à mesure de la réduction des capacités excédentaires sur le marché du travail. Une croissance plus élevée des salaires, combinée à l'élan imprimé par la baisse des cours du pétrole, pourrait déclencher une progression encore plus rapide de la consommation. Les entreprises augmenteraient plus que prévu leur embauche et leurs investissements, ce qui favoriserait davantage les dépenses des ménages et l'activité économique en général. L'accroissement de l'activité aux États-Unis aurait des retombées positives sur la croissance dans le reste du monde, en particulier sur la demande d'exportations canadiennes hors énergie et sur les investissements des entreprises canadiennes.

Annexe : Estimations à jour de la croissance de la production potentielle

La présente annexe fait le point sur l'évolution probable de la croissance de la production potentielle d'ici 2017[1]. La détermination du niveau actuel de la production potentielle permet à la Banque du Canada d'estimer l'écart de production, tandis que l'établissement de projections quant à la croissance de la production potentielle apporte un éclairage utile sur les perspectives d'expansion économique au pays.

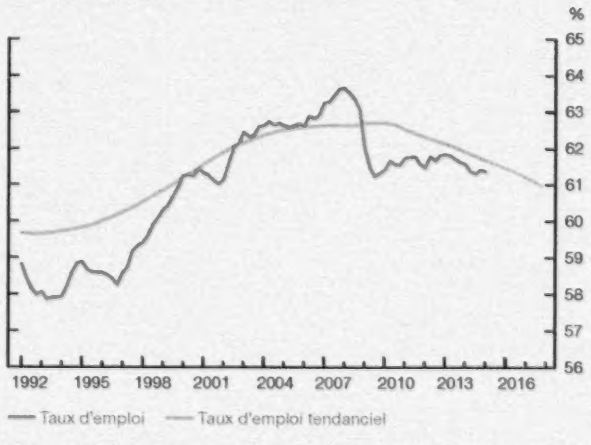
La croissance de la production potentielle devrait ralentir pour passer de 2,1 % en 2014 à 1,8 % en 2015, ce qui s'expliquerait surtout par la baisse du taux d'augmentation tendanciel du facteur travail, mais aussi celle du taux de croissance tendanciel de la productivité du travail (**Tableau A-1**). La première baisse résulte de la diminution du taux de croissance prévu de la population en âge de travailler alors que la deuxième est attribuable au récent recul du taux de croissance des investissements des entreprises, et donc à celui de l'intensification du capital, exception faite du secteur pétrolier et gazier.

De 2016 à 2017, la croissance de la production potentielle devrait rester stable, à environ 1,8 %, car un redressement de la croissance tendancielle de la productivité du travail pallie une nouvelle détérioration de l'augmentation tendancielle du facteur travail. Une telle détérioration tient à un ensemble de facteurs : diminution des taux d'emploi tendanciels liée au vieillissement des baby-boomers, baisse de la moyenne tendancielle des heures travaillées et décélération du rythme d'accroissement de la population en âge de travailler (**Graphique A-1**)[2]. Par ailleurs, l'activité étrangère et les exportations hors énergie ne cessant de progresser, la croissance des investissements des entreprises, surtout en machines et matériel générateurs de productivité, devrait reprendre en 2016, ce qui contribuerait à porter le taux de croissance tendanciel de la productivité du travail à environ 1,4 % en 2017.

Depuis octobre, deux faits notables ont influencé la projection de la Banque relative à la progression de la production potentielle. Tout d'abord, les révisions historiques à la hausse de la croissance du PIB ainsi que la poursuite, au deuxième semestre de 2014, de la hausse récente du taux de croissance de la productivité du travail observé (**Graphique A-2**) tendent à indiquer un renforcement un peu plus marqué du taux de croissance tendanciel de la productivité du travail pendant la période de projection, par rapport aux prévisions d'octobre dernier. Parallèlement, l'importante révision à la baisse de la projection concernant les investissements des entreprises (comparativement à octobre) — surtout en réaction aux effets du recul des prix du

Graphique A-1 : **Le vieillissement des baby-boomers contribue à un ralentissement de la croissance tendancielle du facteur travail**

Données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Dernière observation : 2015T1 (taux d'emploi)

1 La Banque publiera désormais la mise à jour annuelle de sa projection sur la progression du PIB potentiel dans le *Rapport sur la politique monétaire* d'avril, et non d'octobre, compte tenu des modifications apportées par Statistique Canada au calendrier de diffusion des révisions annuelles complètes du Système de comptabilité nationale du Canada.

2 La révision à la hausse du taux d'augmentation tendanciel du facteur travail en 2016 (+ 0,1 point de pourcentage) tient compte de la révision positive de la proportion des travailleurs âgés dans l'Enquête sur la population active de Statistique Canada. Comme, d'après les projections, le taux de participation de ce segment de la population devrait augmenter au cours des prochaines années, la proportion plus élevée se traduit par une modeste révision à la hausse du taux d'augmentation tendanciel du facteur travail dans son ensemble.

pétrole sur l'investissement dans le secteur pétrolier et gazier — se traduira par un accroissement moins rapide de l'intensification du capital et de la productivité du travail. Le moment exact où les changements apportés aux dépenses d'investissement dans le secteur pétrolier et gazier auront des répercussions sur la capacité de production est difficile à estimer et différera selon qu'il s'agit de projets impliquant du pétrole classique ou du pétrole non classique. D'après les estimations de la Banque, l'effet modérateur de la baisse des prix du pétrole sur la croissance tendancielle de la productivité du travail augmentera progressivement tout au long de la période de projection pour culminer à environ 0,2 point de pourcentage d'ici 2017[3]. Par contre, la révision négative des investissements des entreprises hors secteur pétrolier et gazier se répercute beaucoup plus rapidement sur la production potentielle, puisqu'elle abaisse d'environ 0,2 point de pourcentage le taux de croissance tendanciel de la productivité du travail en 2015 et en 2016.

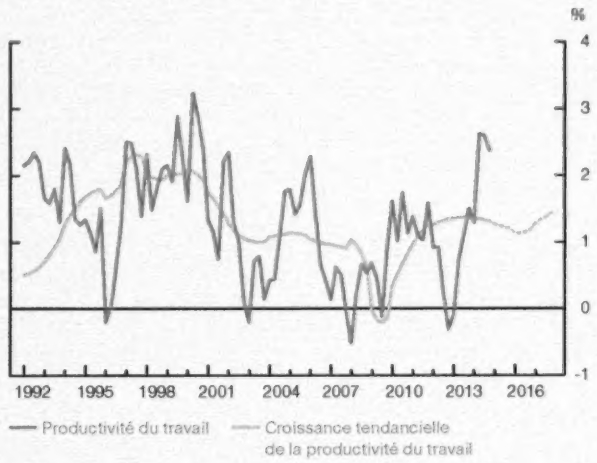
Au final, la Banque a revu à la baisse de 0,1 point de pourcentage la croissance de la production potentielle par rapport à octobre dernier : celle-ci s'établit ainsi à 1,8 % en 2015 et en 2016, années où l'effet des révisions négatives des investissements des entreprises dans les secteurs énergétique et non énergétique est le plus marqué. L'estimation pour 2017 est maintenue à 1,8 %.

Une analyse de la sensibilité des résultats aux diverses hypothèses sur lesquelles se fondent les projections laisse entrevoir que la croissance de la production potentielle s'établira dans une fourchette de ± 0,2 point de pourcentage par rapport au scénario de référence, en 2015, et de ± 0,5 point de pourcentage, en 2017. La marge d'incertitude qui entoure notre estimation de la croissance tendancielle de la productivité du travail est particulièrement grande en ce moment, ce qui témoigne de l'incertitude liée non seulement à la dimension structurelle de la récente hausse observée de la productivité du travail, mais aussi à l'ampleur des effets de la baisse des investissements dans le secteur pétrolier et gazier sur l'intensification du capital ainsi qu'au moment où ces effets se feront sentir.

Les estimations du taux d'intérêt neutre, et de la croissance économique potentielle aux États-Unis et dans d'autres grandes économies, ont également fait l'objet d'un réexamen et ne changent pas comparativement à celles du *Rapport* d'octobre 2014. Plus précisément, le taux directeur neutre nominal s'établirait entre 3 et 4 %, et la croissance potentielle aux États-Unis à environ 2 %.

Graphique A-2 : **Productivité du travail et croissance tendancielle de la productivité du travail**

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Dernière observation : 2014T4 (productivité du travail)

3 Même si une hausse de l'offre de main-d'œuvre est susceptible de compenser, en partie, les retombées du choc négatif sur les revenus et la richesse des ménages après le recul des prix du pétrole, l'ampleur de cet effet serait très faible, en plus de comporter une grande part d'incertitude.

Tableau A-1 : **Taux de croissance projeté de la production potentielle**

Taux de variation en glissement annuel

	2014	2015	2016	2017
Fourchette de la production potentielle	de 2,0 à 2,2	de 1,6 à 2,0	de 1,4 à 2,2	de 1,3 à 2,3
Point médian de la fourchette	2,1 (1,9)	1,8 (1,9)	1,8 (1,9)	1,8 (1,8)
Croissance tendancielle du facteur travail	0,8 (0,7)	0,6 (0,6)	0,6 (0,5)	0,4 (0,4)
Croissance tendancielle de la productivité du travail	1,3 (1,2)	1,2 (1,3)	1,2 (1,4)	1,4 (1,4)

Nota : Les chiffres entre parenthèses sont tirés du *Rapport* d'octobre 2014.